



**PENERAPAN PRINSIP *DISCLOSURE* SEBAGAI UPAYA
PENCEGAHAN PRAKTEK *INSIDER TRADING*
DALAM TRANSAKSI EFEK**

**DI SUSUN DALAM RANGKA MEMENUHI PERSYARATAN
MEMPEROLEH GELAR MAGISTER ILMU HUKUM**

**OLEH
DONNY WIDHYANTO
NIM B 4 A 000020**

**PROGRAM KAJIAN
HUKUM EKONOMI DAN TEKNOLOGI**

**PEMBIMBING
PROF. DR. SRI REDJEKI HARTONO, S.H**

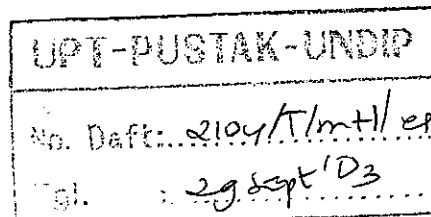
**PROGRAM MAGISTER ILMU HUKUM
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2003**

UPT-PUSTAK-INDIP

**PENERAPAN PRINSIP *DISCLOSURE* SEBAGAI UPAYA
PENCEGAHAN PRAKTEK *INSIDER TRADING*
DALAM TRANSAKSI EFEK**

**OLEH
DONNY WIDHYANTO
NIM B 4A 000020**

**Telah Disetujui Untuk Dipertahankan
Di depan Dewan Penguji Guna Memperoleh
Gelar Magister Ilmu Hukum
Pada Tanggal 19 Mei 2003**



Mengetahui

Pembimbing

**Prof. DR. Sri Redjeki Hartono, S.H
NIP. 130 386 053**

**Ketua Program
Magister Ilmu Hukum**

**Prof. DR. Barda Nawawi Arif, S.H
NIP. 130 350 519**

KATA PENGANTAR

Realitas dewasa ini menunjukkan kepada kita bahwa upaya pemulihan kembali (*recovery*) perekonomian Indonesia, dilakukan dalam situasi dan keadaan di mana masyarakat kehilangan kepercayaan terhadap sistem keuangan nasional, khususnya perbankan yang terkuak kelemahannya karena krisis. Pasar Modal dengan fungsi gandanya yaitu sebagai sarana mobilisasi dan akumulasi dana untuk investasi bagi dunia usaha maupun pemerintah dan sebagai alternatif investasi bagi pemodal, sesungguhnya dapat berperan besar dalam upaya *recovery* perekonomian nasional.

Pasar Modal sebagai alat kebijakan ekonomi dengan azas-azas keterbukaan (*disclosure*), *accountability*, dan *public control*, pada dasarnya tidak hanya mampu memfasilitasi penyediaan sumber-sumber dana investasi yang tidak terbatas, namun dapat pula mendorong terciptanya demokratisasi dan keterbukaan dalam kegiatan-kegiatan ekonomi di Indonesia, serta sejalan dengan arah reformasi di berbagai aspek kehidupan berbangsa dan bernegara.

Perkembangan Pasar Modal baik yang terjadi di Indonesia maupun di dunia menunjukkan perkembangan menuju terbentuknya suatu pasar modal yang bersifat global. Karakteristik pasar modal yang sangat prospektif dengan segenap keuntungan yang menjadi sasaran para pelaku pasar modal membuat para pihak yang terlibat di dalamnya mencari segala macam cara untuk mensiasati serta mencari celah kelemahan segenap aturan main yang telah digariskan oleh otoritas pasar modal seharusnya menjadi pegangan bagi pelaku pasar tersebut. Akibatnya, muncul beragam kejahatan dan pelanggaran di bidang pasar modal seperti memberikan informasi yang menyesatkan (*miss leading information*), penipuan (*fraud*) serta perdagangan orang dalam (*insider trading*).

Pelanggaran dan kejahatan di pasar modal bersifat unik. Keunikan ini dapat dilihat baik dari segi pola pelanggaran, akibat yang ditimbulkan maupun dari sisi pengenaan sanksinya. Pelaku tindak pidana di pasar modal adalah orang yang cerdas pandai (*well educated*) dan mempunyai posisi strategis dalam perusahaan sebagaimana yang tergambar dari tindakan yang dilakukan oleh para orang dalam

(*insider*) yang dengan sengaja memanfaatkan posisinya demi mengejar keuntungan semata. Dampak yang ditimbulkan dapat berakibat berantai, luas dan fatal. Kerugian tidak hanya terbatas pada investor atau *broker* yang terlibat langsung dalam transaksi tersebut, melainkan dapat meluas sampai dengan perusahaan yang efeknya ditransaksikan di bursa (citra perusahaan menjadi buruk), bursa efek di mana efek tersebut ditransaksikan (mekanisme pengawasan dianggap kurang memadai), kegiatan pasar modal itu sendiri (faktor kepercayaan masyarakat dan investor asing), hingga perekonomian negara secara keseluruhan.

Kehadiran Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, erat kaitannya dengan kepastian hukum yang ditujukan kepada aktivitas pelaku pasar modal. Dengan memberikan kepastian hukum kepada kepentingan pasar modal, berarti format kegiatan industri pasar modal berlandaskan pada aturan-aturan yang jelas, sehingga diharapkan dapat mendorong pertumbuhan industri pasar modal itu sendiri.

Sejalan dengan upaya untuk mencegah pelaku-pelaku tersebut tetap berkeliaran serta memberikan *shock therapy* kepada pasar modal maka integritas aparat penegak hukum di lingkungan otoritas pasar modal yang melakukan tugas-tugas penting dalam menjaga kewibawaan hukum harus terus terjaga serta pemberian sanksi yang dapat memberikan rasa takut bagi mereka untuk melakukan praktek seperti tersebut di atas. Kepatuhan hukum pelaku pasar modal adalah kunci utama tegaknya *Rule of Game* yang menjunjung tinggi prinsip keterbukaan (*disclosure principles*), kewajaran dan efisiensi.

Fenomena sebagaimana digambarkan dalam permasalahan di atas terangkum dalam benak penulis dan membuka keingintahuan yang besar untuk menuliskannya ke dalam sebuah karya sederhana dalam bentuk tesis dengan judul

“ PENERAPAN PRINSIP DISCLOSURE SEBAGAI UPAYA PENCEGAHAN PRAKTEK INSIDER TRADING DALAM TRANSAKSI EFEK “.

Dalam kesempatan ini penulis ingin mengucapkan rasa terima kasih serta penghargaan karena telah memberikan petunjuk, bimbingan dan pengarahan dari

semua pihak dalam menyelesaikan tesis ini. Ungkapan rasa terima kasih ini diberikan terutama kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Barda Nawawi Arif, S.H, selaku Ketua Program Magister Ilmu Hukum Universitas Diponegoro yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menimba ilmu, memperluas cakrawala dan menambah wawasan keilmuan di Program Magister Ilmu Hukum Universitas Diponegoro. Bekal pengetahuan dan cakupan khasanah akademis yang memadai semoga dapat menjadi pegangan penulis dalam meniti masa depan yang lebih baik. Secara pribadi, dedikasi dan integritas beliau yang kukuh dalam ilmu hukum telah mengilhami penulis untuk mengangkat martabat hukum ke dalam ranah yang lebih bermartabat, terhormat dan bertanggungjawab ;
2. Para staff pengajar Magister Ilmu Hukum Universitas Diponegoro yang telah mengabdikan dirinya dan memberikan pencerahan secara komprehensif dan mendalam dalam rangka mencetak anak-anak bangsa yang berkualitas dan berguna dalam mengaplikasikan ilmu yang telah diperoleh selama awal perjalanan menempuh aktivitas akademis hingga akhir masa study ;
3. Ibu Prof. Dr.Sri Redjeki Hartono, S.H, selaku pembimbing utama yang dengan penuh kesabaran telah memberikan bimbingan, arahan dan petunjuk dalam penyusunan tesis ini. Kepakaran beliau dalam bidang ilmu hukum yang luas telah membuka cara pandang penulis yang menambah bobot penyusunan tesis ini, sehingga bagi awam yang membacanya akan merasakan manfaatnya pula. Secara khusus, penulis merasa terkesan akan perlakuan yang penulis terima di mana disela-sela proses pembimbingan beliau seringkali memberikan wejangan yang menyejukkan hati dan menanamkan arti hidup yang sebenarnya bahwa ilmu yang kita peroleh barulah setitik dan tiada percuma bila kita bisa mengamalkannya pada masyarakat ;
4. Ibu Paramita Prananingtyas, S.H, LL.M, selaku pembimbing dua (co pembimbing) yang telah memberikan kesempatan serta meluangkan

waktunya untuk memberikan koreksi, revisi serta saran yang bersifat membangun demi sempurnanya penyusunan penulisan tesis ini. Pengetahuan beliau yang luas khususnya dalam bidang pasar modal telah menambah perbendaharaan khasanah dalam bidang pasar modal serta memperkaya substansi tesis ini. Kesan yang mendalam penulis peroleh dari perlakuan beliau yang tidak mendudukkan penulis sebagai individu yang berada pada posisi bergantung tetapi memperlakukan penulis sejajar sehingga proses pembimbingan berjalan secara akrab, wajar dan bersahabat ;

5. Bapak Herwidayatmo, S.E, selaku Ketua Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) yang telah memberikan ijin kepada penulis untuk memperoleh segala informasi berkenaan dengan penyusunan tesis ini. Keterangan, data serta informasi penunjang yang penulis terima sangat membantu dalam rangka terselesaikannya tesis ini ;
6. Bapak Robinson Simbolon, S.H, selaku Kepala Biro Hukum dan Perundang-undangan Bapepam yang telah memberikan kesempatan kepada penulis guna memperoleh data serta informasi berupa ketentuan dan berbagai kebijakan dalam bidang pasar modal yang sangat penting dalam melengkapi substansi tesis ini ;
7. Bapak Sutrisno, S.H, selaku Kabag Bantuan Hukum dan Litigasi Bapepam yang dengan pengalaman yang lengkap beliau telah memberikan informasi yang sangat banyak dan terperinci khususnya penjelasan secara teknis dalam bidang pasar modal dan khususnya dalam penanganan berbagai pelanggaran dan kejahatan pasar modal. Informasi yang penulis peroleh merupakan pengetahuan yang berguna bagi penulis dalam rangka mendalami secara lebih serius dunia pasar modal seperti yang penulis cita-citakan sehingga dapat menjadi bekal berguna dalam meniti masa depan yang lebih cerah ;
8. Bapak Janto Sujanto, S.H, Bapak Irhamsjah, S.H, dan Bapak Rinto Teguh Santosa, S.H, LLM selaku staff Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam yang telah meluangkan waktunya serta

mendampingi penulis dalam beberapa kali kunjungan penulis di lingkungan Bapepam, memberikan informasi yang lengkap dan menjadi teman diskusi yang menyenangkan ;

9. Bapak Erry Firmansyah, selaku Dirut Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang dengan ijinnya telah memberikan kesempatan kepada penulis menggali informasi secara langsung di jantung pasar modal Indonesia. Kesempatan yang demikian besar membuat penulis berkesempatan menyaksikan segala aktivitas para pelaku pasar modal, hiruk pikuknya transaksi efek dan kesibukan para profesional industri pasar modal. Kesan yang mendalam membuat penulis berketetapan membulatkan tekad untuk suatu saat ikut berkiprah dalam riuh rendahnya industri pasar modal Indonesia ;
10. Bapak Taufiq Rochman, selaku *Manager Corporate Communication Division* BEJ yang memberikan segala informasi yang penulis butuhkan baik berupa keterangan tertulis maupun lisan dalam bentuk wawancara. Keterangan yang diberikan begitu bermanfaat mengingat terbatasnya pengetahuan penulis dalam bidang pasar modal ;
11. Bapak Erry TP Hidayat, selaku *Senior Auditor of Unusual Coordinator Transaction Audit* BEJ yang sangat berpengalaman dalam menangani berbagai transaksi yang berpotensi menimbulkan pelanggaran dan berindikasi sebagai kejahatan dalam bidang pasar modal. Berbagai kasus yang terjadi dalam industri pasar modal Indonesia pernah beliau tangani sehingga penulis beruntung dapat menggali pengetahuan secara langsung yang tidak hanya menambah luasnya substansi tesis ini tetapi juga secara pribadi dapat menambah pengalaman penulis ;
12. Bapak Hafzan Taher, S.H, selaku partner pada Biro Konsultan Hukum Soemadipradja & Taher, Jakarta yang telah memberikan kesempatan secara langsung untuk menggali berbagai informasi yang diperlukan sebagai kelengkapan data penunjang yang semakin mamperkaya khasanah penulisan tesis ini. Pengalaman beliau dalam menangani berbagai kasus-kasus dalam bidang pasar modal sekaligus sebagai

pelaku yang terlibat langsung dalam dunia pasar modal semakin manambah luas informasi yang penulis terima ;

13. Ibu Dina A. Kusumanandy, S.H dan Ibu Sri Hasniati, S.H, selaku mitra pada Biro Konsultan Hukum Soemadipradja & Taher, Jakarta yang telah banyak memberikan masukan mengenai aspek-aspek teknis seputar dunia pasar modal sekaligus membekali penulis dengan data-data teknis yang sangat lengkap ;
14. Rekan-rekan HET angkatan 2000 yang tidak hanya sebagai rekan study tetapi juga sahabat serta saudara dengan segala suka duka yang pernah dialami bersama membuat kesan yang timbul tak akan terlupakan sepanjang masa. Masa-masa menyenangkan penulis peroleh manakala penulis mengalami kemalangan, sahabat-sahabatku senantiasa membantu dengan uluran tangan yang ikhlas. Sahabat-sahabatku yang kusayangi : Mbak Wafiya, S.H M.Hum, Mbak Tety Indrawaty, S.H M.Hum, Pak Ndang Sutrisno, S.H M.Hum, Pak Adisuliantoro, Bang Zainudin, Mas Bambang Catur, Haryo Setyaki Krissudarto, Ardi Widyohandoko, Yanata Ali Gunawan, Alfa Ekotomo, Gusdan Hanung Prabowo, Celina Trisiwi, Agus Mulyo dan rekan-rekan lainnya yang tidak bisa penulis sebut satu persatu. Terima kasih atas segala bantuannya dan kebersamaan kita yang manis semoga kan kekal abadi.

Penulis yakin sepenuhnya bahwa dengan keterbatasan kemampuan dan kekurangan pengalaman ini di berbagai bidang, sudah barang tentu masih memerlukan koreksi, revisi serta kritik yang bersifat membangun serta saran dan pendapat demi kesempurnaan hasil yang dicapai.

Semoga dari meniti awal perjalanan penulis sebagai pengabdian kepada bangsa dan negara akan memperoleh kemajuan dari hasil pengalaman selama perjalanan hidup di masa yang akan datang. Amin Ya Robbal Alamin.

Semarang, Mei 2003

Penulis

Donny Widhyanto

Motto

*Harta habis bila dinafkahkan, sedangkan ilmu bila dinafkahkan
justru akan berkembang
Ilmu adalah kuasa sedang harta dikuasai
Penumpuk harta mati, meskipun dalam hidupnya
Sedang ulama (ilmuwan) tetap hidup sepanjang jaman
Walaupun pada dzahirnya (fisik) mereka tetap ada*

(Ali bin Abi Thalib ra)

Teruntuk :

- *Ayahanda, H. Pudjo Harjanto, S.H sembah sujud ananda haturkan ke hadapan beliau yang berkat doa dan kesabarannya telah dapat menyelesaikan setitik tugas,cita-cita di hadapan masih terhampar, doa dan harapan ayahanda merupakan kekuatan untuk ananda*
- *Ibunda, Hj. Adji Welly Harjanto, yang dengan penuh kasih mendidik ananda mulai dari belaian hingga kini, doa seorang ibu yang tak terperi merupakan lecutan semangat tuk menggapai impian dan masa depan lebih baik*
- *Adikku yang kusayangi, Kencana Sari, kau selalu memberi lecutan semangat untuk tak kan menyerah dalam meraih yang terbaik dan teguh selalu dalam bersikap*
- *Keluarga Besar Trah Sutosandjodjo, Solo, tempat kami selama ini bernaung, para sesepuh dan pinisepuh yang selalu memberi wejangan dan nasehat senantiasa teringat dalam kalbu terdalam*
- *Keluarga Besar Adji Pangeran Mangkunegoro, Kesultanan Kutai Kertanegara , Kalimantan Timur,yang senantiasa mengingatkan kami akan kebesaran sang Khalik sebagai pelindung dalam setiap suasana baik suka maupun duka.*

Abstract

Insider trading is a process whereby a person (natural or artificial) who is connected with a corporation uses information that is not generally available to the public when dealing in securities. The "insider" is in a position to make huge gains by selling or by buying securities before information that might affect the price of the corporation's securities (price sensitive information) is made public. Some people regard access to inside information as one of the perks of corporate position. However, in Indonesia, insider trading is a cardinal sin as far as corporate law is concerned, judging by the severity of the potential punishment.

The most important of the provision regulating insider trading is chapter XI (eleventh) articles 90 until 95 The Act of Capital Market of No 8/1995. section XI prohibits three things. *Firstly*, it prohibits corporate insider from trading in the securities of their own corporation (direct insider trading), *Secondly*, a person with an access to price-sensitive information regarding dealings between his corporation and another corporation may not deal in the securities of that other corporation (indirect insider trading), *Thirdly*, the section prohibits dealings in securities by a person who receives price sensitive inside information from an insider (a tippee).

Furthermore, an insider may not deal in any securities of the corporation of which he is an insider in possession of being an insider (articles 90 Rule Number 8 Year 1995 about Capital Market). There are five elements to the offence, which is (1) the person in question was an insider at the material time, (2) he was in possession of the price-sensitive information, (3) he obtained the information by the virtue of his position as an insider, (4) the information was not generally available and (5) he dealt in the securities of the corporation.

It is obvious that insider trading is a harmful action in order to make an efficient, fair and transparent in capital market industry in Indonesia. It needs a legal framework to limit those actions. Consistent enforcement on violating conducted by each parties will encourage them to always adhere to the rules and to run their business prudently. This is expected to improve capital market integrity, as well as indication of each parties responsibility as a capital market actor.

In view of dynamic development of capital market instruments and the complexity of legal issue in capital market and the sophisticated of market manipulation, the role of capital market authorities such as Bapepam will increase in the future. For that reason, capital market authorities should continuously improve their legal and capital market knowledge, so that they will be able to solve legal issues related to capital market, in accordance with international standards, such as solving cases related to insider trading, market manipulation and securities fraud.

To face the capital market global competition, capital market authorities should be able to complete and develop their legal products in capital market that meet International standards. All the aspect in Indonesia capital market matter in to develop strong and globally competitive capital markets as the activator

of the national economy. This vision reflects the expectation of market participants in the Indonesia capital market in the future. Within this vision, the market participants wish achieve two main conditions, *first*, to develop strong Indonesian capital markets as the activator of the national economy. *Second*, the Indonesian capital market should be competitive in the global environment.

The achivement of this vision depends on the national and political stability which is a key factor underlying economic activity. Other influencing factors are the role of capital market institutions and positive synergies among institutionals missions that establish the mission of the Indonesian capital market, as the goals to the achive in the future. More over, the strategies, the steps for achieving the missions, will be determining factors in bringing the visions of Indonesian capital market into reality.

Key words : Insider Trading, Disclosure Principles and Capital Market

Abstraksi

Perdagangan orang dalam adalah suatu proses di mana seseorang (baik itu secara alamiah maupun turunan) yang mempunyai hubungan dengan perusahaan menggunakan informasi yang secara umum tidak diperuntukkan untuk masyarakat dalam sebuah transaksi efek. "Orang dalam " mempunyai kedudukan untuk meraih keuntungan secara besar baik pada saat menjual atau membeli saham yang kemungkinan akan menyebabkan berubahnya harga (informasi harga sensitif) sebelum informasi tersebut diperoleh oleh masyarakat. Beberapa pihak memperoleh kesempatan yang sama terhadap informasi dari dalam karena kedudukannya dalam perusahaan. Bagaimanapun juga, di Indonesia, perdagangan orang dalam merupakan perbuatan yang diharamkan sebagaimana menjadi perhatian dalam hukum perusahaan, layak untuk dihukum dengan menggunakan hukuman potensial.

Hal penting berkenaan dengan ketentuan tentang perdagangan orang dalam diatur dalam Bab XI pasal 90 sampai dengan pasal 95 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Terdapat setidaknya tiga hal penting yang diatur dalam Bab XI. Pertama, larangan terhadap orang dalam perusahaan dari perdagangan saham yang memanfaatkan saham milik perusahaan. Kedua, seseorang yang mempunyai hubungan sebagai informasi harga sensitif dalam hubungan antara perusahaannya dengan perusahaan lain tidak boleh secara langsung memanfaatkan keadaan tersebut. Ketiga, ketentuan tersebut juga melarang persetujuan terhadap saham-saham yang informasinya dimiliki oleh orang dalam.

Lebih lanjut, orang dalam tidak diperbolehkan untuk berhubungan berkenaan dengan saham-saham perusahaan di mana orang dalam tersebut memiliki kedudukan dengan informasi harga yang dimilikinya sebagaimana padanya melekat sebagai orang dalam. Terdapat lima hal yang mendukung diantaranya : (1) seseorang tidak bisa disangkal bertindak sebagai orang dalam pada suatu masa tertentu, (2) orang tersebut karena kedudukannya mengetahui informasi harga sensitif, (3) orang tersebut memperoleh informasi dengan jalan menggunakan kebijakannya sebagai orang dalam, (4) informasi tersebut belum saatnya tersedia, dan (5) orang tersebut memperdagangkan saham-saham milik perusahaan.

Jelas bahwa perdagangan orang dalam merupakan tindakan yang dilarang dalam rangka mewujudkan pasar modal Indonesia yang efisien, adil dan terbuka. Dibutuhkan suatu kerangka hukum untuk membatasi tindakan tersebut. Penegakan hukum yang konsisten terhadap masing-masing pihak yang melakukan pelanggaran mendorong masing-masing pihak untuk selalu memenuhi ketentuan dan mempertimbangkan kehati-hatian dalam melakukan usahanya. Hal ini juga diharapkan akan meningkatkan kredibilitas pasar modal di mata investor sekaligus merupakan tanggungjawab dari masing-masing pihak sebagai pelaku pasar modal.

Mengingat cepat dan dinamisnya pertumbuhan instrumen pasar modal di masa yang akan datang dan semakin kompleksnya permasalahan hukum yang timbul serta semakin canggihnya kejahatan di bidang pasar modal, maka peran pihak yang berwenang seperti Bapepam dalam pasar modal akan semakin

meningkat. Untuk itu strategi ke depan bagi pihak yang berwenang adalah meningkatkan secara terus menerus pengetahuan di bidang hukum dan pasar modal, sehingga mampu menangani persoalan hukum di bidang pasar modal sesuai acuan internasional, misalnya penyelesaian kasus larangan perdagangan orang dalam, manipulasi pasar dan penipuan dalam melakukan kegiatan atas efek.

Dalam menghadapi persaingan global di pasar modal. Pihak yang berwenang juga harus mampu menyempurnakan dan mengembangkan produk-produk hukum di bidang pasar modal yang berstandar internasional. Segala macam hal yang menjadi persoalan dalam pasar modal Indonesia adalah dalam rangka mewujudkan pasar modal Indonesia sebagai penggerak ekonomi nasional yang tangguh dan berdaya saing global. Visi ini menggambarkan cita-cita setiap pihak yang terkait di pasar modal tentang kondisi pasar modal Indonesia yang diinginkan di masa yang akan datang. Dalam visi tersebut terdapat dua kondisi utama yang hendak dicapai. Pertama, menjadikan pasar modal Indonesia sebagai pasar modal yang tangguh sehingga mampu berperan sebagai penggerak ekonomi nasional. Kedua, pasar modal Indonesia diharapkan dapat bersaing secara global.

Tercapainya visi pasar modal Indonesia tersebut tergantung kepada faktor stabilitas politik nasional yang akan menjadi landasan utama bergulirnya kegiatan-kegiatan ekonomi. Di samping itu, faktor lain yang penting adalah peran maksimal lembaga-lembaga terkait di pasar modal dan terdapatnya sinergi positif antara misi masing-masing lembaga yang menghasilkan misi pasar modal Indonesia, sebagai tujuan yang akan dicapai pada masa yang akan datang. Selanjutnya strategi yang merupakan langkah-langkah yang diperlukan untuk mencapai misi juga akan sangat berperan dalam mewujudkan visi pasar modal Indonesia.

Kata Kunci : *Insider Trading*, Prinsip *Disclosure* dan Pasar Modal

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Halaman Pengesahan	ii
Kata Pengantar	iii
Motto dan Persembahan	x
Abstract	xi
Daftar Isi	xv
Daftar Bagan	xxi
Daftar Tabel	xxii
Daftar Singkatan	xxiii
 Bab I Pendahuluan	 1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Perumusan Masalah	7
C. Kerangka Pemikiran	7
D. Tujuan Penelitian	15
E. Kontribusi Penelitian	15
F. Metode Penelitian	16
G. Metode Analisis Data	21
H. Teknik Pengecekan Validitas Data	22
 Bab II Tinjauan Pustaka Tentang Penerapan Prinsip <i>Disclosure</i>	
Sebagai Upaya Pencegahan Praktek <i>Insider Trading</i> Dalam	
Transaksi Efek	24
A. Tinjauan Umum tentang Pasar Modal	24
1. Pasar Modal Pada Umumnya	24
a. Pengertian Pasar Modal	24
b. Tujuan Pelaksanaan Pasar Modal	29
c. Fungsi Pasar Modal	36

d. Dasar Hukum Pasar Modal	41
2. Pengembangan Pasar Modal Indonesia	45
3. Lembaga-Lembaga Yang Berperan Sebagai Pelaku Pasar Modal	55
a. Pelaku Utama Pasar Modal	55
1) Emiten	55
2) Investor	58
b. Lembaga Penunjang Pasar Modal	63
1) Biro Administrasi Efek	63
2) Kustodian	63
3) Wali Amanat	65
4) Penasehat Investasi	68
5) Pemeringkat Efek	69
6) Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP)	71
7) Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP)	72
c. Profesi Penunjang Pasar Modal	72
1) Akuntan Publik	73
2) Notaris	74
3) Konsultan Hukum	75
4) Perusahaan Jasa Penilai	76
5) Perusahaan Efek	79
4. Esensi Prinsip <i>Disclosure</i> Dalam Pasar Modal	80
a. Tinjauan Filosofis Tentang Prinsip <i>Disclosure</i>	80
b. Dasar Hukum Pengaturan Prinsip <i>Disclosure</i>	89
c. Tujuan Penerapan Prinsip <i>Disclosure</i>	95
d. Fungsi Penerapan Prinsip <i>Disclosure</i>	101
B. Penerapan Prinsip <i>Disclosure</i> Dalam Pasar Modal	107
1. Mekanisme Prinsip <i>Disclosure</i> Dalam Pasar Modal	107
a. Prinsip <i>Disclosure</i> Dalam Pasar Modal	107
a.1 <i>Disclosure</i> melalui Prospektus	109
a.2 <i>Disclosure</i> melalui Legal Audit	114

a.3	<i>Disclosure</i> melalui Legal Opinion	115
a.4	<i>Disclosure</i> melalui <i>Public Expose</i>	116
b.	Prinsip <i>Disclosure</i> Setelah Go Publik	117
b.1	Informasi Keuangan	117
b.2	Informasi Non Keuangan	119
2.	Kewajiban dan Tanggungjawab Emiten Dalam Penerapan	
	Prinsip <i>Disclosure</i>	121
a.	Prinsip <i>Disclosure</i> dan Emiten	125
a.1	<i>Disclosure</i> Dalam Rangka Emisi	125
a.2	<i>Disclosure</i> Setelah Emisi	127
b.	Prinsip <i>Disclosure</i> Terhadap Benturan Kepentingan	128
c.	Kewajiban Manajemen Terhadap Prinsip <i>Disclosure</i>	129
d.	Tanggungjawab Pemegang Saham Terhadap Prinsip	131
3.	Prinsip-prinsip Umum Dalam Penerapan Prinsip	
	<i>Disclosure</i>	132
a.	Prinsip <i>Disclosure</i> Dalam <i>Forward Looking Statement</i>	135
b.	Batas Waktu Penyampaian Fakta Material	136
c.	<i>Disclosure</i> Mengenai Rumor	136
d.	<i>Disclosure</i> Terhadap Resiko Usaha Emiten	137
e.	<i>Disclosure</i> Mengenai Perlindungan Konsumen	138
f.	<i>Disclosure</i> Atas Informasi Yang Memiliki	
	<i>Firm Specific</i>	139
C.	Praktek <i>Insider Trading</i> dan Upaya Pencegahannya	140
1.	Pelanggaran dan Kejahatan di Pasar Modal	140
a.	Sifat Tindak Pidana di Pasar Modal	141
b.	Klasifikasi Tindak Pidana di Pasar Modal	142
b.1	Penipuan	142
b.2	Manipulasi Pasar	143
b.3	Perdagangan Orang Dalam (<i>Insider Trading</i>)	145
2.	Pengertian Tentang <i>Insider Trading</i>	146
a.	Definisi <i>Insider Trading</i>	146

b. Penjelasan tentang <i>Insider</i>	149
c. Penjelasan tentang Informasi Orang Dalam (<i>Inside Information</i>)	151
3. Prinsip Umum Tentang <i>Insider Trading</i>	152
a. <i>Fiduciary Duty Theory</i>	152
b. <i>Disclose or Abstain Theory</i>	154
c. <i>Misappropriation Theory</i>	155
4. Praktek <i>Insider Trading</i> dan Upaya Pencegahannya	157
a. Pengawasan Perdagangan di Bursa	158
b. Pemantauan Terhadap Aktivitas Broker/Investor	160
c. Pemantauan Terhadap Aktivitas Saham	162
Bab III Hasil Penelitian dan Pembahasan	164
A. Hasil Penelitian	164
1. Faktor-faktor Penyebab Munculnya Praktek <i>Insider Trading</i> Dalam Transaksi Efek	164
a. Fluktuasi Harga Saham	164
b. Peranan Para <i>Insider</i> (Orang Dalam) Sebagai Potensi Terjadinya Praktek <i>Insider Trading</i>	181
c. Pemahaman Sempit Terhadap Prinsip Umum Transaksi Efek Sebagai Celah Terjadinya Praktek <i>Insider Trading</i>	198
2. Penerapan Prinsip <i>Disclosure</i> Sebagai Sarana Pencegahan Praktek <i>Insider Trading</i> Dalam Transaksi Efek	214
a. Pelaksanaan Prinsip <i>Disclosure</i> Sebelum Pernyataan Menjadi Efektif	214
b. Pelaksanaan Prinsip <i>Disclosure</i> Pada Perdagangan Saham Di Pasar Perdana	231
c. Pelaksanaan Prinsip <i>Disclosure</i> Pada Perdagangan Saham Di Pasar Sekunder	236

3. Upaya-upaya Dalam Rangka Pencegahan Praktek <i>Insider Trading</i> di Pasar Modal	241
a. Pengawasan dan Kontrol Oleh Institusi Terkait	241
b. Penerapan Internal Audit Secara Ketat	251
c. Penerapan <i>Good Corporate Governance</i> Dalam Pasar Modal	267
B. Pembahasan	278
1. Faktor-faktor Penyebab Munculnya Praktek <i>Insider Trading</i> Dalam Transaksi Efek	278
a. Fluktuasi Harga Saham.....	278
b. Peranan Para <i>Insider Trading</i> (Orang Dalam) Sebagai Potensi Terjadinya Praktek <i>Insider Trading</i>	288
c. Pemahaman Sempit Terhadap Prinsip Umum Transaksi Efek Sebagai Celah Terjadinya Praktek <i>Insider Trading</i>	295
2. Penerapan Prinsip <i>Disclosure</i> Sebagai Sarana Pencegahan Praktek <i>Insider Trading</i> Dalam Transaksi Efek	303
a. Pelaksanaan Prinsip <i>Disclosure</i> Sebelum Pernyataan Menjadi Efektif.....	303
b. Pelaksanaan Prinsip <i>Disclosure</i> Pada Perdagangan Saham Di Pasar Perdana	312
c. Pelaksanaan Prinsip <i>Disclosure</i> Pada Perdagangan Saham Di Pasar Sekunder	315
3. Upaya-upaya Dalam Rangka Pencegahan Praktek <i>Insider Trading</i> di Pasar Modal	320
a. Pengawasan dan Kontrol Oleh Institusi Terkait	320
b. Penerapan Internal Audit Secara Ketat	329
c. Penerapan <i>Good Corporate Governance</i> Dalam Pasar Modal	339

Bab IV Penutup	345
A. Kesimpulan.....	345
B. Saran.....	357
Daftar Pustaka	360
Lampiran	

DAFTAR BAGAN

	Halaman
BAGAN 1 Tujuan Pendirian Pasar Modal Indonesia.....	36
BAGAN 2 Larangan <i>Insider Trading</i> Berdasar UU No 8 Tahun 1995.....	184
BAGAN 3 Larangan <i>Insider Trading</i> Berdasar Pasal 95 b UU No 8 Tahun 1995.....	186
BAGAN 4 Larangan <i>Insider Trading</i> Berdasar Pasal 96 UU No 8 Tahun 1995.....	187
BAGAN 5 Dugaan Praktek <i>Insider Trading</i> Pada Kasus Semen Gresik Dan BCA.....	190
BAGAN 6 Prosedur Pencatatan Efek.....	235
BAGAN 7 Sanksi Hukum Yang Diberikan Oleh Bapepam Kepada Pihak-pihak Yang Berkaitan Dengan Transaksi Di PT Bank Mashill Utama.....	283
BAGAN 8 Penilaian Sistem Internal Audit.....	335

DAFTAR TABEL

	Halaman
TABEL 1 Perubahan Harga Saham Dalam Sehari Dengan Kenaikan Di atas 40% (1995-1997).....	117
TABEL 2 Penanganan Kasus Di Pasar Modal 2000 s/d 2002	212
TABEL 3 Kasus-kasus Dalam Penanganan Bapepam	213
TABEL 4 Para Pihak Yang Terkena Sanksi Bapepam	213
TABEL 5 Daftar Emiten Yang Telah Di <i>delist</i> Dari BEJ	230
TABEL 6 Kasus-kasus Pasar Modal	250
TABEL 7 Tingkat Kesehatan Perusahaan Di BEJ	259
TABEL 8 Z-Score Untuk Perusahaan Berkapitalisasi Besar	361
TABEL 9 Perusahaan Dengan Z-Score Tertinggi	362
TABEL 10 Perusahaan Dengan Z-Score Terendah	363

DAFTAR SINGKATAN

AB	=	Anggota Bursa
ASAM	=	<i>Automated Search and Match</i>
ASX	=	<i>Australian Stock Exchange</i>
ATOM	=	<i>Automated for Tool Market Surveillance</i>
BAPMI	=	Badan Arbitrase Pasar Modal Indonesia
BAE	=	Biro Administrasi Efek
BEJ	=	Bursa Efek Jakarta
BES	=	Bursa Efek Surabaya
BCA	=	Bank Central Asia
BAPEPAM	=	Badan Pengawas Pasar Modal
BPPN	=	Badan Penyehatan Perbankan Nasional
BUMN	=	Badan Usaha Milik Negara
CEO	=	<i>Chief Executive Officer</i>
C-BEST	=	<i>Central Depository and Book Entry Settlement</i>
E-CLEARs	=	<i>Electronic Clearing and Guarantee System</i>
FCGI	=	<i>Forum for Corporate Governance in Indonesia</i>
FDI	=	<i>Foreign Direct Investment</i>
FOFI	=	<i>Future Oriented Financial Information</i>
GCG	=	<i>Good Corporate Governance</i>
IAS	=	<i>International Accounting System</i>
IPO	=	<i>Initial Public Offering</i>
IOSCO	=	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
IHSG	=	Indeks Harga Saham Gabungan
IKK	=	Indeks Kepercayaan Konsumen
IMF	=	<i>International Monetary Fund</i>
IAI	=	Ikatan Akuntan Indonesia
JATS	=	<i>Jakarta Automated Trading System</i>
KKN	=	Korupsi Kolusi Nepotisme
KSEI	=	Kustodian Sentral Efek Indonesia

KPEI	=	Kustodian Penjaminan Efek Indonesia
LPP	=	Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian
LKP	=	Lembaga Kliring dan Penjaminan
MD & A	=	<i>Management Discussion and Analysis</i>
NYSE	=	<i>New York Stock Exchange</i>
NZE	=	<i>New Zealand Stock Exchange</i>
ODA	=	<i>Official Development Assistance</i>
PRPM	=	Pusat Referensi Pasar Modal
PER	=	<i>Price Earning Ratio</i>
PSP	=	Putra Saridaya Persada
RUPS	=	Rapat Umum Pemegang Saham
ROE	=	<i>Return on Asset</i>
R&D	=	<i>Release and Discharge</i>
SRO	=	<i>Self Regulatory Organisation</i>
SIMA	=	Super Indah Makmur
SEC	=	<i>Securities Exchange Commission</i>
SET	=	<i>Stock Exchange of Thailand</i>
SEA	=	<i>Securities Exchange Act</i>
TDL	=	Tarif Dasar Listrik

BAB I

Pendahuluan

A. Latar Belakang Masalah

Pasar Modal mempunyai peran yang strategis dalam memberikan kontribusi yang besar dalam pembangunan ekonomi suatu negara. Terpuruknya perekonomian Indonesia sebagai akibat krisis ekonomi yang berkepanjangan dan hancurnya sektor perbankan sebagai akibat dari krisis tersebut telah menyebabkan sulitnya sektor riil untuk tumbuh. Perbankan nasional merupakan motor utama di dalam menggerakkan roda perekonomian melalui perannya dalam mendorong tumbuhnya sektor riil semenjak orde baru. Melihat kondisi perbankan saat ini, sulit bagi pemerintah untuk mengharapkan terlalu banyak pada perbankan. Salah satu alternatif lain yang mampu mendorong bangkitnya kembali sektor riil adalah Pasar Modal.

Dalam kerangka mengimplementasikan keberpihakan hukum atas kepentingan investor di Pasar Modal, pelaku pasar seperti halnya emiten, perusahaan efek, dan pelaku pasar yang lain, wajib menjalankan prinsip-prinsip keterbukaan informasi (*disclosure*) dalam segala aspek ekonomis yang berlangsung di pasar. Dalam industri Pasar Modal, kepastian hukum merupakan oksigen kehidupan bagi pelaku pasar untuk merefleksikan dirinya dalam berperan sebagai fasilitator¹.

Kepastian hukum akan mewujudkan suatu pasar yang teratur, wajar dan kompetitif, dengan tetap memberikan perlindungan maksimal kepada investor yang menempatkan dananya di Pasar Modal. Pasar Modal yang besar dan diperhitungkan adalah Pasar Modal yang sangat melindungi kepentingan investornya. Sebuah pasar yang diperhitungkan oleh investor tidak hanya ditentukan atau diukur dengan nilai transaksi atau nilai kapitalisasi pasar. Ukuran lainnya menyangkut keberadaan perangkat hukum yang melandasi perkembangan pasar itu sendiri. Keberadaan sistem hukum hendaknya mampu memberikan suatu

¹Indra Safitri, *Transparansi, Independensi dan Pengawasan Kejahatan Pasar Modal*, Jakarta, GO GLOBAL BOOK (BOOK PUBLISHING DIVISION SAFITRI & CO), 1998, Hlm.16

perlindungan hukum bagi setiap investasi yang dilakukan oleh investor di Pasar Modal.

Komponen industri Pasar Modal dapat dibagi dalam tiga kelompok yaitu regulator (Bapepam), fasilitator (SRO ; Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya), dan player (emiten, perusahaan efek dan investor). Para pihak sebagaimana yang telah disebutkan, hendaknya menjalankan penegakan prinsip-prinsip keterbukaan dan kewajaran suatu transaksi. Pelaku-pelaku pasar hendaknya juga menjunjung etika, moral dan sikap profesionalisme serta menjaga kewibawaan lembaga-lembaga atau institusi yang diakui dan dipatuhi oleh pelaku pasar, di mana kebijakan yang dikeluarkan dapat mengembangkan dan mendorong industri Pasar Modal secara konsisten.

Kepercayaan dan kredibilitas pasar harus tercermin dari bagaimana hukum Pasar Modal berpihak untuk kepentingan investor agar aman dari skandal-skandal yang dapat menggoncang kepercayaan mereka, dan kepentingan untuk melindungi pihak yang lemah dari yang kuat, serta menjaga kepentingan minoritas dari pelaku mayoritas ².

Dalam dunia Pasar Modal, kita mengenal istilah penawaran umum (*initial public offering – IPO*) atau yang disebut “ *go public* ” yaitu suatu penawaran perdana di mana suatu perusahaan mencatatkan sahamnya di bursa dan melakukan penawaran kepada khalayak sehingga dimungkinkan untuk berperan serta dan memiliki saham perusahaan dimaksud. Untuk mendukung dan melancarkan maksud tersebut, Bapepam banyak mengeluarkan perangkat peraturan yang melancarkan dan merangsang perusahaan-perusahaan untuk *go public*, terutama untuk mengakomodasi dan mengatur berbagai transaksi yang dilakukan.

Kata akomodasi menunjuk pada suatu upaya mengundang lebih banyak emiten untuk menjual sahamnya. Terutama mengingat kondisi perseroan-perseroan yang ada di Indonesia terkenal dengan pola usaha keluarga yang struktur organisasi dan kepemilikan sahamnya dikuasai keluarga atau kerabat

²Sawidji Widioatmojo, *Pelaku dan Peristiwa Bersejarah Pasar Modal Indonesia*, Jakarta, Pustaka Sinar Harapan, 1997, hlm.110

dekat. Bukanlah hal yang mudah untuk meyakinkan dan mendorong perusahaan keluarga tersebut untuk *go public*. Terutama dengan adanya konsekuensi dan tanggung jawab hukum yang harus dipikul sebagai perusahaan publik dengan kewajiban untuk senantiasa transparan. Perlu kiat-kiat khusus agar mereka mau menjual sebagian sahamnya kepada publik. Sebagai *public company* maka kewajiban untuk menjalankan prinsip keterbukaan (*disclosure*) merupakan suatu keharusan, apalagi akan dimonitor oleh pemegang saham publik dan masyarakat setiap saat.

Pelanggaran atas prinsip-prinsip keterbukaan (*disclosure*) dapat menyebabkan informasi yang diterima oleh investor selanjutnya direfleksikan ke dalam bentuk pergerakan harga saham ataupun rekomendasi yang dikeluarkan oleh pialang kepada nasabahnya, menjadi semu belaka. Sehingga dapat menyesatkan suatu keputusan investasi yang dibuat untuk membeli saham emiten pada saat pasar perdana atau keputusan investasi yang berlangsung saat pasar sekunder.

Isi yang terkandung dalam Undang-undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal merupakan gambaran ketentuan hukum universal tentang Pasar Modal. Ketentuan tersebut berkiblat pada aturan hukum di Amerika Serikat³. Orientasi dan keberpihakan pembentukan hukum di Pasar Modal adalah dengan cara membuat formulasi ketentuan hukum yang sama dengan prinsip-prinsip universal. Sehingga *legal framework* yang tercipta mengandung aspek-aspek internasionalisasi yang sangat penting bagi posisi dan keberadaan investasi yang dilakukan investor asing di Indonesia.

Era penegakan hukum yang diterapkan secara simultan bertujuan untuk memberikan kepercayaan yang lebih baik kepada investor di Pasar Modal. Penegakan hukum di Pasar Modal mempunyai esensi yang paralel dengan mekanisme dan naturalitas di Pasar Modal. Hukum berfungsi menjaga dan memagari segala perilaku atau keputusan transaksi dalam melakukan investasi dalam batas-batas kewajaran, atas dasar perilaku *fair* dan jujur, serta menjunjung

³Ketentuan di Amerika Serikat mengacu pada *Securities Exchange of Act 1934* yang di dalamnya memuat aturan penegakan hukum mengenai *Insider Trading* dalam *Insider Trading Sanction Act 1934* dan *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act 1988*

tinggi azas transparansi dengan tetap mengacu dan memiliki keterkaitan dengan prinsip universal atau kebiasaan-kebiasaan yang berlaku dan dipraktekkan dalam masyarakat Pasar Modal Internasional.

Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 merupakan ketentuan hukum yang menciptakan rezim hukum tersendiri bagi siapa saja yang ditentukan oleh Undang-undang atau menundukkan dirinya kepada Undang-undang tersebut. Sehingga setiap subyek hukum yang menjadi bagian dari industri, secara otomatis terkena pemberlakuan hukum yang diterapkan kepada subyek hukum secara khusus. Kekhususan hukum Pasar Modal mewarnai setiap aturan main dalam hal mengatur segala tingkah laku subyek hukum berdasarkan prinsip-prinsip keterbukaan (*disclosure*), kewajaran, keteraturan dan tanggung jawab profesional.

Bursa efek dituntut berperan secara optimal untuk menjalankan tugas, tanggung jawab, dan fungsi pengawasannya agar perdagangan orang dalam (*Insider Trading*), kenaikan harga saham yang tidak wajar, dan perilaku-perilaku pihak-pihak yang menjalankan transaksi dengan cara tidak *fair*, jangan sampai merajalela. Untuk itu lembaga tersebut harus memiliki kekuatan yang sangat optimal dalam mendeteksi pelanggaran-pelanggaran tersebut di atas untuk mencegah investor hengkang dari lantai bursa ⁴.

Hukum Pasar Modal dibuat untuk menjaga integritas masing-masing komponen yang terdiri dari : *regulator* (Bapepam), *fasilitator* (SRO) dan *player* (emiten, perusahaan efek dan investor)⁵, sehingga diharapkan tercapai suatu kondisi yang dapat mendorong pasar menjadi lebih terbuka dan dinamis. Sejauh mana aturan-aturan hukum yang dibuat agar dapat secara efektif menjaga integritas tersebut? Diperlukan adanya suatu penegakan hukum (*legal enforcement*) yang jelas tanpa pandang bulu, terutama menyangkut pelanggaran terhadap prinsip-prinsip dasar hukum Pasar Modal seperti halnya prinsip keterbukaan (*disclosure*) ⁶.

⁴ Jasso Winarto, *Pasar Modal Indonesia - Restropeksi Lima Tahunan Swastanisasi BEJ*, Jakarta, Pustaka Sinar Harapan dan BEJ, 1997, hlm. 95-96

⁵ I Putu Gede Ary Suta, *Menuju Pasar Modal Modern*, Jakarta, Yayasan SAD SATRIA BHAKTI, 2000, hlm.178

⁶ *Ibid*, hlm. 182

Pemain (*player*) memikul tanggung jawab terbesar dalam mewujudkan integritas untuk tetap patuh dan konsekuen menjalankan prinsip keterbukaan (*disclosure*). Karena merekalah yang secara langsung berhadapan dengan mekanisme pasar yaitu adanya aktifitas transaksi saham, di mana dari transaksi-transaksi tersebut, informasi menjadi komponen yang paling penting. Karena sangat pentingnya informasi sehingga tanggung jawab emiten atas kebenaran informasi yang terdapat dalam prospektus merupakan wujud pelaksanaan prinsip transparansi⁷.

Hukum Pasar Modal memberikan jaminan kepada investor bahwa informasi yang diterima dari lantai bursa adalah informasi yang benar dan tidak menyesatkan. Karena itu, informasi sebagai komoditas utama Pasar Modal haruslah dijamin memuat sesuatu informasi atau fakta yang material. Kredibilitas emiten atau perusahaan efek yang memberikan informasi yang menyesatkan (*miss leading information*) tidak hanya jatuh di mata investor lokal tetapi juga akan mengakibatkan ketidakpercayaan oleh investor asing dan secara otomatis kredibilitas tersebut akan tersebar ke seluruh dunia.

Ketentuan tentang larangan untuk memberikan keterangan yang dapat menyesatkan investor diatur dalam Pasal 93 Undang-undang No 8 Tahun 1995 yaitu :

- a. Setiap pihak dilarang, dengan cara apapun, membuat pernyataan atau memberikan keterangan yang secara materiil tidak benar atau menyesatkan sehingga mempengaruhi harga efek di bursa efek, apabila pada saat pernyataan dibuat atau keterangan diberikan ;
- b. Pihak yang bersangkutan mengetahui bahwa pernyataan atau keterangan tersebut secara materiil tidak benar atau menyesatkan ; atau
- c. Pihak yang bersangkutan tidak cukup berhati-hati dalam menentukan kebenaran materiil dari pernyataan atau keterangan tersebut.

⁷ Prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan Penawaran Umum dengan tujuan agar Pihak lain memberi efek. Dalam Pasal 1 angka 26 Undang-undang Pasar Modal dinyatakan bahwa Perospektus harus memuat informasi esensial yang sama dengan ketika Pernyataan Pendaftaran. Lebih lanjut lihat Najib A. Gisymar dalam *Insider Trading dalam Transaksi Efek*, Citra Aditya Bhakti, Bandung, hlm.15. Lihat pula Gary A. Moore et al., *The Legal Environment of Businees: A Contextual Approach*, South Western Publishing Co, Cincinnati Ohio, 1987. Dapat pula dilihat pada David Eliot Brody, *Business and Its Legal Environment*, D.C. Heat and Company, Toronto, Canada, 1986, hlm. 316

Pelaku pasar yang berwenang untuk melakukan transaksi di lantai bursa adalah perantara pedagang efek atau yang populer disebut dengan pialang. Merekalah yang menerima perintah jual dan beli dari investornya. Bila keterlibatan penjamin emisi dalam hal informasi yang menyesatkan, maka pialang adalah pihak yang langsung atau tidak langsung terlibat atau membantu terjadinya penipuan (*fraud*), manipulasi pasar (*market manipulation*), atau perdagangan orang dalam (*Insider Trading*)⁸.

Khusus mengenai *Insider Trading*, secara tegas dinyatakan sebagai perbuatan yang dilarang dengan penggunaan *inside information* yang dilakukan oleh *insider* karena hal ini melanggar prinsip-prinsip transparansi yang dijunjung dan harus selalu ditegakkan oleh pelaku pasar⁹. Dalam hal ini setiap pihak harus melakukan transaksi berdasarkan kewajaran, keteraturan, dan keterbukaan. Artinya, seseorang dilarang menggunakan suatu informasi yang berasal dari orang dalam (*insider*) suatu perusahaan publik atau emiten. Begitu juga *insider*, misalnya seorang direktur emiten, dilarang membeli atau menjual saham atas dasar informasi yang dia miliki, padahal informasi material tersebut belum disampaikan atau diketahui oleh publik¹⁰.

Pengertian *Insider Trading* sebagaimana dimaksud dalam Undang-undang tersebut secara tidak langsung menerapkan pengertian *Insider Trading* berdasarkan *Fiduciary Duty Theory* yang berlaku di Amerika Serikat. Teori tersebut tidak mampu menjaring praktek *Insider Trading* yang dilakukan oleh bukan orang dalam, tetapi memperoleh informasi secara tidak langsung atau tidak sengaja dari orang dalam¹¹. Hal lain yang mendukung terjadinya *Insider Trading* adalah lemahnya sistem pengawasan yang dilakukan oleh pihak pengelola bursa

⁸ Jeffrey M. Laderman, *Guide to Mutual Funds*, Third Edition, 1993, hlm. 2

⁹ Asril Sitompul, *Pasar Modal : Penawaran Umum dan Permasalahannya*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1995, hlm. 75

¹⁰ Sebagaimana diatur dalam Bab XI Pasal 95 dinyatakan bahwa "Orang dalam dari Emiten atau Perusahaan Publik yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan pembelian atau penjualan atas Efek :

1. Emiten atau Perusahaan Publik dimaksud, atau ;
2. perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan Emiten atau Perusahaan Publik yang bersangkutan.

¹¹ John J. Bonsignore, *Law and Multinationals : An Introduction to Law and Political Economy*, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall, 1994, hlm. 383 atau lihat pada *Loc Cit* dalam Najib A. Gisymar, ..., hlm. 7-6

maupun pengawas bursa, sehingga apabila terjadi pelanggaran transaksi efek baik karena manipulasi, informasi yang menyesatkan maupun *Insider Trading* sulit terdeteksi secara dini.

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian tersebut di atas, penulis merumuskan pokok-pokok permasalahan mengenai *Penerapan Prinsip Disclosure Sebagai Upaya Pencegahan Praktek Insider Trading Dalam Transaksi Efek* sebagai berikut:

1. Faktor-faktor apa yang menyebabkan terjadinya praktek *Insider Trading* dalam transaksi efek ? ;
2. Bagaimanakah peranan penggunaan prinsip *disclosure* sebagai sarana pencegahan praktek *Insider Trading* ?
3. Upaya-upaya apa yang perlu dilakukan dalam rangka pencegahan praktek *Insider Trading* dalam transaksi efek ?

C. Kerangka Pemikiran

Dewasa ini peran Pasar Modal dalam pembangunan nasional diharapkan dapat meningkatkan perekonomian nasional yang hal ini ditegaskan dalam Ketentuan Umum dan Penjelasan Undang-undang No 8 Tahun 1995 bahwa selain mempunyai peran yang strategis dalam pembangunan nasional juga sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha. Di samping itu Pasar Modal juga merupakan wahana investasi bagi masyarakat termasuk pemodal kecil dan memegang peran strategis dalam meningkatkan pembangunan nasional dalam rangka meningkatkan pemerataan, pertumbuhan dan stabilitas ekonomi nasional ke arah peningkatan kesejahteraan rakyat.

Tujuan dari Undang-undang Pasar Modal antara lain untuk menjamin terselenggaranya kegiatan Pasar Modal yang teratur, wajar dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat. Perlindungan bagi pemodal adalah merupakan salah satu pilar yang sangat penting, karena jika pemodal tidak mendapat perlindungan hukum yang cukup memadai, maka mereka, terutama pemodal kecil enggan untuk melakukan transaksi saham di Pasar Modal. Tanpa

adanya jumlah pemodal yang cukup banyak maka kegiatan Pasar Modal akan lesu dan fungsi dari Pasar Modal tidak akan berkembang.

Transaksi perdagangan dalam pasar sekunder mempergunakan sistem berkelanjutan (*continously trading*)¹² menyebabkan harga saham emiten terbentuk oleh prinsip-prinsip pasar di mana terdapat *supply* dan *demand*. Sehingga peran badan hukum pemerintah yaitu Bapepam dan pelaksana bursa seperti BEJ dalam melakukan pengawasan pasar (*market survailance*) sangat penting dalam rangka mencegah dan menindak praktek-praktek curang ataupun tindak pidana dalam Pasar Modal yang akan merugikan pemodal. Apabila terdapat bukti yang nyata bahwa perdagangan berlangsung secara *illegal* menurut aturan hukum yang ada seperti adanya pembentukan harga, informasi orang dalam (*Insider Trading*) atau manipulasi pasar lainnya, gugatannya sangat ditentukan oleh bukti yang didapat oleh Bapepam maupun pelaksana bursa efek.

Sisi lain yang menjadi jaring-jaring hukum untuk menjalankan penegakan hukum tentang keterbukaan informasi emiten adalah masalah audit profesional dari profesi penunjang Pasar Modal, yakni akuntan publik, konsultan hukum, penilai dan notaris, yang merupakan pihak-pihak yang ikut menandatangani pernyataan pendaftaran di Bapepam¹³.

Keterbukaan merupakan suatu kewajiban bagi setiap perusahaan yang telah menjual sahamnya melalui lantai bursa. Prinsip keterbukaan (*disclosure*) merupakan sesuatu yang harus ada, baik untuk kepentingan pengelola bursa (Bursa Efek Jakarta, Bursa Efek Surabaya), Bapepam dan pemodal/investor. Informasi yang harus di *disclose* adalah seluruh informasi mengenai keadaan usahanya yang meliputi aspek keuangan, hukum, manajemen, dan harta kekayaan perusahaan kepada masyarakat¹⁴. Keterbukaan terhadap kondisi perusahaan yang

¹²Pasar Sekunder merupakan tempat jual beli sekuritas yang sudah beredar dalam masyarakat, perdagangan sekuritas setelah melewati masaa penawaran pada pasar perdana.

¹³Indra Safitri, *Catatan Hukum Pasar Modal*, GO GLOBAL BOOK (BOOK PUBLISHING DIVISION SAFITRI & CO), Jakarta, 1998, hlm. 104. Sebagaimana pula tertuang dalam Surat Edaran Ketua Bapepam No.SE-06/PM/1996

¹⁴David L.Raetner, *Securities Regulation : Cases And Material Fourth Edition*, West Publishing Co, St Paul, Minnesota, 1991, hlm. 254. Atau lihat pula pada Walter Woon, *Basic Business Law in Singapore*, Prentice Hall, Singapore, 1995, hlm. 254

melakukan emisi saham yang menyebabkan calon investor dapat memahami dan memutuskan kebijakan investasinya¹⁵.

Berkaitan dengan keterbukaan perusahaan tersebut, terdapat dilemma dalam hukum Pasar Modal. Di satu pihak hukum terus mengejar dengan memerinci sedetil-detilnya tentang hal-hal apa saja yang mesti *disclose* oleh pihak-pihak penyanggah kewajiban *disclosure*. Akan tetapi di pihak lain hukum juga harus memproteksi kepentingan-kepentingan tertentu dari pihak yang diwajibkan membuka informasi tersebut. Kepentingan tersebut seringkali bertentangan dengan kewajiban *disclosure*. Misalnya kepentingan suatu emiten untuk tidak *disclose* tentang informasi yang tergolong rahasia perusahaan. Maka dalam hal ini, sektor hukum harus jeli menimbang-nimbang dan menyelaraskan kepentingan investor dan pasar terhadap suatu *disclosure* dengan kepentingan emiten atau pihak-pihak lain pemilik informasi.

Keselarasannya diantara dua kepentingan yang kontradiktif tersebut tercermin dalam prinsip yuridis yang menyatakan bahwa suatu *disclosure* di Pasar Modal tidaklah semata-mata “full” tetapi juga mestilah “fair” seperti yang tersimpul dalam *full and fair disclosure*¹⁶, yang kemudian termonologi ini berkembang dalam suatu doktrin hukum.

Doktrin hukum tentang kewajiban *disclosure* bagi suatu perusahaan ini mempunyai karakteristik yuridis seperti¹⁷:

- 1) Prinsip ketinggian derajat akurasi informasi ;
- 2) Prinsip ketinggian derajat kelengkapan informasi dan ;
- 3) Prinsip keseimbangan antara efek negatif kepada Emiten di satu pihak dan di pihak lain efek positif kepada publik, jika dibukanya informasi tersebut.

Di samping itu beberapa hal yang seringkali dilarang dalam hal keterbukaan informasi adalah sebagai berikut :

- 1) Memberikan informasi yang salah sama sekali ;
- 2) Memberikan informasi yang setengah benar ;
- 3) Memberikan informasi yang tidak lengkap dan ;

¹⁵ Pasal 78 ayat (1) Undang-undang Pasar Modal

¹⁶ Munir Fuady, *Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum) Buku Kesatu*, Bandung, Citra Aditya Bhakti, 2001, hlm. 78

¹⁷ *Ibid*, hlm 79

- 4) Sama sekali diam terhadap fakta atau informasi material.

Keterbukaan mencakup dua katagori yakni : (1) Keterbukaan terhadap publik; dan (2) Keterbukaan terhadap instansi yang berwenang , sebagaimana di Amerika Serikat dinyatakan dalam *Securities Exchange Act 1934* :

"These primary purpose of these law is to require security issuers to fully disclose all information about themselves that affects the value of their securiteis" ¹⁸

Berdasarkan hal tersebut keduanya dilakukan sebelum emisi (pra emisi) maupun sesudahnya (post emisi). Pada pra emisi, keterbukaan antara lain meliputi¹⁹ :

- 1) Pernyataan tentang jenis usaha, organisasi, struktur keuangan, produksi maupun pemasarannya ;
- 2) Daftar direksi dan komisaris, riwayat hidup dan kewenangannya ;
- 3) Detail mengenai kemampuan dan pengaturan pembagian keuntungan (deviden, bonus) ;
- 4) Kontrak-kontak dan perjanjian yang mungkin dimiliki emiten ;
- 5) Laporan keuangan yang telah diaudit akuntan publik untuk beberapa tahun terakhir ;
- 6) Pemuatan bagian penting dari anggaran dasar perseroan ;
- 7) *Statement* tentang jenis saham dan derajat/hak serta kewenangannya;
- 8) Syarat penawaran suatu emisi ;
- 9) *Statement* lain yang mungkin diminta oleh instansi yang berwenang.

Peran yang lebih besar terletak pada Bapepam yang berfungsi sebagai alat ampuh untuk mengatur tindak tanduk emiten, tetapi dengan fungsi serta kewenangan yang hanya terbatas pada sanksi administratif yang mana setinggi-tingginya dengan memberikan denda kepada emiten yang tidak mematuhi aturan main di Pasar Modal. Sebagaimana dinyatakan dalam Pasal 102 sanksi administratif tersebut berupa :

- 1) Peringatan tertulis ;
- 2) Denda pembayaran sejumlah uang tertentu (bukan denda pidana) ;
- 3) Pembatasan kegiatan usaha ;
- 4) Pembekuan kegiatan usaha ;
- 5) Pencabutan ijin usaha ;
- 6) Pembatalan persetujuan ;

¹⁸ Anonymous, *Securities Exchange Act 1934* dalam Sumanoro, *Hukum Ekonomi*, Jakarta, UI Press, 1986, hlm. 224

¹⁹ *Ibid*, hlm. 224

7) Pembatalan pendaftaran.

Terhadap hal ini pula penerapan sanksi administratif masih berlaku pada tindakan atau praktek curang pelaku pasar seperti memberikan informasi yang menyesatkan (*miss leading information*), perdagangan orang dalam (*insider trading*), penipuan (*fraud*), dan manipulasi pasar (*market manipulation*), yang modus operandinya tergolong dapat mengganggu kepentingan pemodal.

Dari beragam praktek curang di Pasar Modal adalah *Insider Trading* sebagaimana menjadi fokus perhatian penulis yang mana praktek ini telah dianggap sebagai fenomena klasik dalam dunia Pasar Modal baik itu yang terjadi di Amerika Serikat dengan digulirkannya *Securities Exchange Act 1934* sebagai acuan tertulis di dunia Pasar Modal hingga dialami oleh Pasar Modal kita dengan beberapa kasus yang sempat menggegerkan diantaranya kasus PT Argo Pantes, PT Bank Mashill Utama, PT. Fiskaragung Perkasa, PT. Bank Bali hingga kontroversi kasus divestasi BCA yang hingga kini menjadi perbincangan.

Membicarakan tentang *Insider Trading* tentunya kita harus berpegangan kepada istilah *Insider Trading* di Amerika Serikat yang merupakan praktek perdagangan saham yang tidak fair dihubungkan dengan penggunaan informasi-informasi yang *confidential* oleh pejabat perusahaan yang karena jabatannya dapat menarik keuntungan, sebab informasi tersebut tidak diberikan kepada masyarakat luas²⁰.

Fakta menunjukkan bahwa harga sekuritas ditentukan oleh informasi yang tersedia. Jika informasi mengenai perusahaan tersebut memperoleh laba yang luar biasa, maka harga sahamnya tentu akan naik, demikian sebaliknya jika informasi negatif yang terjadi. Siapa saja yang memiliki informasi tersebut sebelum orang lain memperolehnya, ia berada dalam posisi yang diuntungkan (*informational advantages*). Ia dapat memperoleh keuntungan ekonomis ketika melakukan transaksi dengan menggunakan informasi tersebut.

²⁰Erman Radjagukguk, *Mekanisme Pasar Modal dan Persoalan-persoalan Hukum yang Timbul*, makalah seminar Masalah-masalah Hukum di Pasar Modal Indonesia, Senat Mahasiswa Fakultas Hukum UII, Yogyakarta, 1992, hlm.6

Jika *corporate insider* yang mempunyai posisi strategis untuk mengetahui berbagai informasi yang tidak diketahui orang lain (*non public information*) dibenarkan untuk melakukan transaksi sekuritas dengan menggunakan informasi tersebut, maka akan terjadi ketidakadilan (*unfairness*) pada posisi yang lebih baik (*informational advantages*) dibandingkan investor yang lain. Oleh karena itu dalam hukum Pasar Modal modern praktek *Insider Trading* dilarang secara tegas dan dianggap bagian dari manipulasi pasar yang diancam pidana dan tanggung jawab perdata. Di Amerika Serikat, orang yang memperoleh keuntungan atau mencegah kerugian (*profit gain or loss avoided*) dengan *Insider Trading* wajib mengembalikan keuntungan atas kerugian yang dicegah tersebut kepada perusahaan beserta denda maximum 3 kali nilai tersebut ²¹.

Ketentuan tentang *Insider Trading* diatur dalam Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Bab XI dengan topik "Penipuan, Manipulasi Pasar, Dan Perdagangan Orang Dalam". Dari pengelompokan ini jelas maksud pembuat Undang-undang untuk mengklasifikasikan *Insider Trading* sebagai bagian dari penipuan atau manipulasi sebagaimana juga halnya pengaturan dalam hukum Pasar Modal Amerika. Mengenai *Insider Trading* ini terdapat dalam Pasal 95-98 yang ringkasannya sebagai berikut :

- 1) Pasal 95 : Larangan melakukan *Insider Trading* ;
- 2) Pasal 96 : Larangan mempengaruhi orang lain untuk melakukan trading atau memberikan tip kepada pihak lain ;
- 3) Pasal 97 : Bukan *Insider* yang memperoleh inside information dari *Insider* secara melawan hukum diperlakukan juga sebagai *Insider* ;
- 4) Pasal 98 : Perusahaan sekuritas yang mempunyai inside information dilarang melakukan trading, kecuali trading tersebut dilakukan atas permintaan nasabah di mana ia tidak memberikan rekomendasi untuk itu dan ;
- 5) Pasal 99 : Kewenangan Bapepam untuk mengecualikan transaksi atas efek tertentu dari ketentuan *Insider Trading*.

Penjelasan Pasal 95 memberikan definisi tentang *Insider*. Ayat (1) dan (2) menjelaskan bahwa *Insider* adalah komisaris, direktur dan pegawai, serta pemegang saham utama perusahaan. Ayat (3) menjelaskan bahwa orang-orang

²¹Sofyan A. Djalil, *Manipulation and Insider Trading*, Makalah disampaikan pada Pendidikan dan Latihan Bagi Profesi Penunjang Untuk Konsultan Hukum Pasar Modal Angkatan VII, Jakarta, 21 Oktober s/d 8 November 1996, hlm. 4

yang mempunyai “kedudukan” tertentu yang memungkinkan memperoleh inside information juga dianggap sebagai *Insider*.

Selintas kelihatan bahwa definisi *Insider* cukup jelas. Namun jika kita kaji lebih lanjut, masalahnya mungkin menjadi tidak jelas. Tentang komisaris dan direksi tentu tidak ada perbedaan penafsiran. Tetapi siapakah yang diklasifikasikan sebagai pegawai perusahaan, banyak penafsiran masih dimungkinkan. Apakah klasifikasi pegawai hanya berlaku bagi pegawai tetap, bagaimana dengan pegawai harian lepas ? Bagaimanakah dengan orang yang bekerja pada perusahaan bukan sebagai pegawai *trainee* misalnya. Apakah seorang petugas *cleaning service* yang dikontrak dari suatu perusahaan pemberi jasa independen dapat juga disebut pegawai?

Peraturan perundang-undangan belum memberikan jawaban yang jelas, tidak juga yurisprudensi. Karena itu, untuk menafsirkan hal ini ada baiknya jika kita melihat tradisi di Amerika di mana hukum Pasar Modalnya sudah sangat berkembang dengan yurisprudensi yang sudah baku. Penafsiran tentang *Insider* di Amerika di dasarkan atas dua teori yang sangat terkenal yaitu “*Fiduciary Duty Theory*” dan “*Missappropriation Theory*”²².

Menurut teori pertama yang didasarkan kepada doktrin Common Law menegaskan bahwa *Insider* adalah setiap orang yang mempunyai *fiduciary duty* atau hubungan lain yang berdasarkan kepercayaan (*trust or confidence*) dengan perusahaan. Berdasarkan teori ini, siapa saja yang dibayar perusahaan untuk melaksanakan tugas yang diberikan, maka dia mempunyai *duty* kepada perusahaan untuk menjalankan tugas tersebut dengan sebaik-baiknya (*due dilligence*), termasuk menjaga segala kepentingan dan rahasia perusahaan. Orang-orang inilah yang dianggap sebagai *insider*.

Jika dikaji lebih lanjut, *Insider* dapat dibedakan dalam dua kelompok. Pertama, komisaris, direktur, pemegang saham (paling sedikit) dan pegawai perusahaan. Mereka ini secara nyata adalah orang-orang yang bekerja dalam perusahaan. Kedua, adalah orang-orang luar tetapi mempunyai hubungan *trust and*

²²Donald C. Langenvoort, *Securities LawSeries: Insider Trading Regulation*, Nashville, Tennessee, Clark Boardman Company LTD, 1989, hlm 147-174

confidence dengan perusahaan tetapi tidak diatur bekerja pada perusahaan, seperti konsultan, penilai (*appraiser*), akuntan, atau penasehat hukum perusahaan. Karena kedudukan tersebut mereka memiliki akses terhadap informasi *nonpublic* dimiliki perusahaan. Karena kedudukan tersebut, mereka mempunyai *fiduciary duty* kepada perusahaan, oleh karena itu mereka juga dianggap sebagai *Insider*. Orang-orang yang tersebut dalam kelompok kedua biasanya disebut "*temporary insider*" atau "*quasi insider*"²³.

Terhadap informasi orang dalam (*Inside Information*) Undang-undang Pasar Modal mendefinisikan informasi sebagai berikut :

"Informasi atau Fakta Material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga Efek pada Bursa Efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut" (Pasal 1 (7))

Konsep informasi atau fakta material mungkin dapat lebih dimengerti dengan mengambil doktrin dan kasus dari Amerika. Dalam berbagai kasus yang menyangkut pelaksanaan ketentuan di Pengadilan Amerika umumnya mengacu pada *Restatement of Torts* dalam mendefinisikan fakta material. Menurut *Restatement* ini fakta sebuah material jika orang yang rasional (*reasonable person*) *held attach importance (to the misrepresented) in determining his action in transaction in question*²⁴.

Hal ini tidak mengharuskan pembeli atau penjual mengetahui segala informasi berkaitan dengan transaksi yang sedang berlangsung. Rencana-rencana manajemen perusahaan umumnya tidak dianggap bersifat material, sebab itu tidak perlu di buka (*disclose*). Namun, jika rencana tersebut sudah matang dan siap dilaksanakan (dari segi hukum dan teknis) maka rencana tersebut sudah dianggap material.

Dengan mengacu pada hal tersebut di atas kiranya jelas, kita mempunyai bayangan tentang apa yang dianggap informasi atau fakta material menurut Undang-undang Pasar Modal kita. Sepanjang informasi atau fakta material belum

²³ Hagen, *Insider Trading Under Rule 10b-5 : The Theoretical Bases for Liability*, Business Lawyer, 1988, hlm. 44

²⁴ *Loccit*, hlm. 138

di buka, (*disclose*) kepada publik maka informasi tersebut masih dianggap informasi orang dalam (*nonpublic inside information*). Jika orang dalam melakukan transaksi dengan menggunakan informasi ini maka dianggap telah melakukan pelanggaran atas ketentuan *Insider Trading*.

D. Tujuan Penelitian

- 1) Untuk mengungkap dan mengetahui faktor-faktor apa yang menyebabkan terjadinya praktek *Insider Trading* dalam transaksi efek ;
- 2) Untuk mengetahui dan menelusuri peranan penggunaan prinsip *disclosure* dapat dipakai sebagai sarana pencegahan praktek *Insider Trading* dalam transaksi efek ; dan
- 3) Untuk mengetahui dan mendalami hal-hal apa yang perlu dilakukan dalam rangka pencegahan praktek *Insider Trading*.

E. Kontribusi Penelitian

- 1) Hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan informasi awal guna mengetahui lebih lanjut tentang kebijakan Pasar Modal yang selama ini dipakai sebagai acuan dalam memberi jalan keluar terhadap praktek penyalahgunaan wewenang dan praktek curang lainnya. Bagi pelaku pasar dan masyarakat pada umumnya sebagai pihak yang merasakan dampak yang ditimbulkannya semoga dapat merasakan transparansi, kewajaran dan efisiensi ;
- 2) Bagi pembuat kebijakan, penelitian ini dapat dipergunakan sebagai bahan pertimbangan dalam mengevaluasi berbagai kebijakan yang telah dikeluarkan ;
- 3) Bagi lingkungan akademis, dapat dipergunakan sebagai telaah ilmiah untuk dijadikan sebagai pengkajian lebih mendalam dan komprehensif untuk memajukan dunia Pasar Modal.

F. Metode Penelitian

- a. Spesifikasi Penelitian ini adalah *deskriptif analitis*, karena dalam penelitian akan memberikan gambaran secara menyeluruh dan sistematis tentang bentuk perlindungan hukum bagi pelaku Pasar Modal menurut Undang-undang No 8 Tahun 1995. Menurut *Atherton dan Klemmack*²⁵ deskriptif maksudnya bahwa penelitian ini bertujuan untuk memberikan gambaran tentang suatu masyarakat atau suatu kelompok tertentu atau gambaran tentang suatu gejala atau hubungan antara dua gejala atau lebih. Penelitian ini akan menggambarkan mengenai karakteristik penerapan prinsip *disclosure* sebagai sarana pencegah praktek *Insider Trading* di Pasar Modal, dan kebijakan Pemerintah serta implementasinya bagi pelaku Pasar Modal.

- b. Metode pendekatan

Penelitian mengenai Penerapan Prinsip Disclosure Sebagai Upaya Pencegahan Praktek Insider Trading Dalam Transaksi Efek ini merupakan penelitian gabungan antara penelitian hukum normatif dan empiris. Dengan menggabungkan kedua jenis penelitian ini diharapkan akan di dapat hasil yang memadai. Penelitian hukum normatif/doktriner ditujukan pada peraturan-peraturan tertulis atau bahan-bahan hukum yang lain. Penelitian normatif juga disebut sebagai penelitian hukum kepustakaan atau studi dokumen karena didasarkan pada data sekunder. Sedangkan penelitian empiris/sosiologis merupakan penelitian lapangan yang didasarkan pada data primer. Pada penelitian ini mengacu pada data sekunder yang berkaitan dengan Pasar Modal pada umumnya dan prinsip *disclosure* pada khususnya, selanjutnya akan diteliti bagaimana pelaksanaannya di dalam Pasar Modal di Indonesia.

- c. Lokasi Penelitian

Penentuan terhadap lokasi penelitian didasarkan pada pertimbangan untuk mendapatkan data/informasi/referensi yang digunakan sebagai

²⁵ Irawan Soeharto, *Metode Penelitian Sosial*, PT. Remaja Rosda Karya, Bandung, 1998, hlm.63

d. Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian kualitatif, pengumpulan data dapat dilakukan dengan dua cara yaitu :

1) Pengumpulan data melalui studi dokumen yang digunakan untuk mengumpulkan data sekunder. Cara ini merupakan konsekuensi dari penelitian normatif/kepuustakaan yang berdasarkan data sekunder. Data sekunder dalam penelitian hukum normatif meliputi;

a. Bahan hukum primer, yaitu bahan-bahan hukum yang mengikat yang terdiri dari :

- Norma/kaidah dasar, yaitu Pembukaan UUD 1945 ;
- Peraturan Dasar, yaitu batang tubuh meliputi Pasal 5 ayat (1), Pasal 20 ayat (1) dan Pasal 33 UUD 1945. Pasal-pasal tersebut merupakan landasan hukum Pasar Modal di Indonesia ;
- UU No 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas ;
- UU No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal ;
- Peraturan perundang-undangan yang berhubungan dengan Pasar Modal pada umumnya dan prinsip *disclosure* pada khususnya yang ada di Indonesia, antara lain :
 - PP No 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan kegiatan di Bidang Pasar Modal ;
 - PP No 46 Tahun 1995 tentang Tata Cara Pemeriksaan di Bidang Pasar Modal ;
 - Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia No. 645/KMK.010/1995 tentang Pencabutan Keputusan Menteri Keuangan No.1548/KMK.013/1990 tentang Pasar Modal Sebagaimana Telah Diubah Terakhir Dengan Keputusan Menteri Keuangan No.248/KMK.010/1995 ;
 - Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-86/PM/1996 tentang Keterbukaan Informasi yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik dan ;
 - Keputusan Ketua Bapepam No.Kep-05/PM/2000 Peraturan No IX.E.2 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha Utama.

b) Bahan hukum sekunder, yaitu bahan-bahan hukum yang erat hubungannya dengan bahan hukum primer dan memberikan penjelasan mengenai bahan hukum primer, misalnya :

- Buku-buku ilmiah mengenai Pasar Modal ;

- Hasil penelitian yaitu tesis atau disertasi lain yang berhubungan dengan Pasar Modal dan prinsip *disclosure*;
- Makalah-makalah dari berbagai seminar mengenai prinsip *disclosure* dan Pasar Modal.

c) Bahan hukum tersier, yaitu bahan yang memberikan petunjuk dan penjelasan terhadap bahan hukum primer dan sekunder, misalnya :

- Kamus Hukum Ekonomi ;
- Kamus Pasar Modal ; dan
- Majalah, Surat Kabar, Jurnal dan sebagainya

2) Pengumpulan data secara langsung dari lapangan yaitu dengan melakukan wawancara dan observasi untuk mendapatkan data primer. Cara ini merupakan konsekuensi dari penelitian empiris yang didasarkan pada data primer.

Kegiatan mengumpulkan data dari lapangan harus selalu menggunakan alat pengumpul data yang tersusun secara baik dan sesuai dengan tujuan penelitian. Alat tersebut antara lain adalah observasi dan interview.

Observasi ialah studi yang disengaja dan sistematis tentang fenomena sosial dan gejala-gejala psikis dengan jalan pengamatan dan pencatatan. Dalam penelitian kualitatif, jenis observasi yang dilakukan adalah observasi tak berstruktur yang tidak berdasarkan suatu pedoman yang telah disiapkan sebelumnya.

Interview atau wawancara adalah suatu percakapan yang diarahkan pada suatu masalah tertentu, yang merupakan proses tanya jawab. Dalam penelitian ini, wawancara dilakukan dengan terus terang agar informan mengetahui untuk apa informasi yang akan ia berikan.

d. Instrumen Penelitian

Salah satu karakteristik dalam penelitian kualitatif adalah peneliti merupakan instrumen utama. Maksudnya peneliti merupakan alat utama untuk mengamati, menanyakan, melacak dan

mengabstraksikan apa yang ditelitinya. Di samping itu digunakan pula instrumen sekunder, yaitu dokumen/catatan atau tape recorder.

e. Subyek Penelitian

Subyek dalam penelitian kualitatif adalah informan yang dapat memberikan informasi sebanyak mungkin. Subyek penelitian tidak dipandang sebagai obyek penelitian yang kedudukannya lebih rendah tetapi memiliki kedudukan yang sama dengan peneliti. Dalam penelitian ini, subyek atau informan awal adalah :

- a. Pengurus Bapepam ;
- b. Pengurus Bursa Efek Jakarta ;
- c. Pengurus Pusat Informasi Pasar Modal ;
- d. Pengurus Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal.

Kriteria pemilihan informan awal dalam penelitian kualitatif adalah :

- Subyek yang telah cukup lama dan intensif menyatu pada dengan kegiatan yang menjadi sasaran penelitian ;
- Subyek yang masih terlibat secara aktif pada lingkungan atau kegiatan yang menjadi sasaran penelitian ;
- Subyek yang mempunyai kesempatan untuk dimintai informasi;
- Subyek yang sebelumnya masih merasa “asing” dengan peneliti sehingga peneliti dapat merasa lebih tertantang untuk belajar sebanyak mungkin dari subyek yang semacam “guru baru” bagi dirinya ²⁶.

Informan berikutnya akan berkembang mengikuti prinsip bola salju dan pemilihan informan akan berakhir bila sudah sampai pada taraf *redudancy* (ketuntasan/kejenuhan), yaitu bila tidak ada lagi informasi yang baru.

²⁶Senapiyah Faisal, *Penelitian Kualitatif : Dasar-dasar dan Aplikasi* , Malang : YA3 Malang, 1990, hlm. 58

G. Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan adalah metode deskriptif yaitu suatu metode dalam meneliti suatu komunitas, suatu kondisi atau suatu set kondisi. Tujuan dari penelitian deskriptif untuk membuat deskripsi, gambaran secara sistematis, faktual dan akurat mengenai fakta-fakta, sifat-sifat serta hubungan antar fenomena yang diselidiki. Jadi metode deskriptif suatu penelitian untuk mencapai fakta dengan penginterpretasian yang tepat, sehingga melalui metode deskriptif akan dapat mempelajari masalah-masalah dalam masyarakat serta tata cara yang berlaku dalam masyarakat dan situasi-situasi tertentu termasuk tentang hubungan kegiatan-kegiatan, sikap-sikap, pandangan-pandangan serta proses-proses yang sedang berlangsung dan pengaruh-pengaruh dari suatu fenomena. Secara harfiah metode deskriptif adalah metode penelitian untuk membuat gambaran mengenai situasi kejadian, sehingga metode ini berkehendak mengadakan akumulasi dasar belaka.

Selanjutnya, analisis data dalam penelitian kualitatif dengan berdasarkan pada model interaktif yaitu peneliti melakukan kegiatan yang berulang-ulang, berlanjut terus menerus yang bergerak dalam empat siklus kegiatan secara bolak-balik, yaitu koleksi data, reduksi data, *display* (penyajian) data dan verifikasi data atau penarikan kesimpulan. Kegiatan yang berbentuk siklus ini diharapkan menghasilkan data yang representatif dan relevan dengan masalah yang diteliti.

Menggunakan analisis kualitatif dengan alur model interaktif, meliputi 4 (empat) langkah yang harus dilalui, yaitu (1) pengumpulan data, (2) reduksi data, (3) penyajian data dan (4) menarik kesimpulan/verifikasi. Analisis data dilakukan secara sistematis, terus menerus dan hati-hati. Data yang diperoleh setelah melalui teknik pengecekan validitas data sehingga terjamin validitasnya, disajikan dalam bentuk uraian yang sistematis, kemudian reduksi sedemikian rupa sampai ditarik kesimpulan/verifikasi.

H Teknik Pengecekan Validitas Data

Berkaitan untuk memeriksa keterandalan dan akurasi data dalam penelitian ini maka dapat digunakan *teknik triangulasi data*, yang dalam pengecekan demikian jika data atau informasi yang diperoleh dari pihak yang satu, dicek kebenarannya dengan cara mendapatkan data yang demikian itu dari pihak kedua, ketiga dan seterusnya dengan menggunakan metode pengumpulan data yang berbeda-beda²⁷.

Tujuan triangulasi adalah men-cek kebenaran data tertentu dengan membandikannya dengan data yang diperoleh dari sumber lain, pada berbagai fase penelitian lapangan, pada waktu yang berlainan dan sering dengan menggunakan metode yang berlainan. Triangulasi tidak sekedar menilai kelengkapan data, akan tetapi juga untuk menyelidiki validitas tafsiran kita mengenai data itu, maka karena itu triangulasi harus bersifat reflektif²⁸

I. Sistematika Penulisan

Hasil penelitian ini akan disusun sebagai suatu karya ilmiah berupa tesis yang terdiri dari empat bab di mana selanjutnya setiap bab akan dirinci lebih lanjut dalam sub bab.

Bab Pertama merupakan Bab Pendahuluan yang merupakan pengantar dan pedoman untuk bab selanjutnya yang terdiri dari latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, kontribusi penelitian, kerangka pemikiran, metodologi penelitian dan sistematika penulisan.

²⁷ Norman K. Denzin membedakan empat jenis triangulasi sebagai cara pemeriksaan yang memanfaatkan penggunaan sumber, metode peneliti dan teori yang berbeda-beda. Misalnya dalam sebuah penelitian dapat digunakan metode triangulasi sumber dengan cara membandingkan dan mengecek balik tingkat kepercayaan atas kebenaran suatu informasi yang diperoleh dalam waktu dan dengan instrumen yang berbeda-beda, sebagai berikut : (1) Membandingkan data hasil pengamatan dengan data hasil wawancara ; (2) Membandingkan apa yang dikatakan di depan umum dengan yang dikatakan secara pribadi ; (3) Membandingkan apa yang dikatakan pada situasi penelitian dengan apa yang dikatakan sepanjang waktu ; (4) Membandingkan keadaan dan perspektif dengan berbagai pendapat yang berbeda-beda stratifikasi sosialnya ; dan (5) Membandingkan hasil wawancara dengan isi suatu dokumen yang berkaitan . Lebih lanjut lihat Rony Hanitijo Soemitro, *Ilmu Metodologi Penelitian Hukum*, Semarang, Program Magister Ilmu Hukum Universitas Dinegoro, 2000, hlm. 42

²⁸ Lexy J. Moleong *Metodologi Penelitian Kualitatif*, Bandung, PT Remaja Rosdakarya, 2000, hlm. 178.

BAB II

Tinjauan Pustaka Tentang Penerapan Prinsip *Disclosure* Sebagai Upaya Pencegahan Praktek *Insider Trading* Dalam Transaksi Efek

A. Tinjauan Umum tentang Pasar Modal

1. Pasar Modal pada Umumnya

a. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal atau bursa efek adalah salah satu jenis pasar di mana para pemodal bertemu untuk menjual atau membeli surat-surat berharga atau efek. Kata efek berasal dari bahasa Belanda *effecten*. Di dalam bukunya, *Analisis Pasar Modal*, E.A. Koetin menulis bahwa menurut pengarang Belanda, B. de Smalen, istilah *effecten* berasal dari bahasa Latin yang disusun oleh Drs. Prent C.M. dan Drs. J. Adisubrata, kalau kata ini digolongkan sebagai kata benda, *effectus* berarti “pelaksanaan, pengalaman, hal mempraktikkan, pekerjaan, dan penyelesaian”; kalau dianggap sebagai kata sifat, artinya “sempurna”.

U Tun Wai dan Prof. Hugh T. Patrik dalam makalah yang berjudul “*Stock Bond Investment and Capital Markets on Less Developed Countries*”, membedakan pengertian Pasar Modal sebagai berikut¹ :

- Pengertian yang luas :

Pasar modal adalah kebutuhan sistem keuangan yang terorganisir, termasuk bank-bank komersial dan semua bidang investasi di bidang keuangan, serta surat-surat berharga / klaim, jangka panjang dan jangka pendek, primer dan yang tidak langsung.

- Pengertian yang menengah :

Pasar modal adalah semua pasar yang terorganisir dari lembaga-lembaga yang memperdagangkan warkat-warkat kredit (berjangka waktu lebih dari satu tahun) termasuk saham-saham, obligasi-obligasi, pinjaman berjangka, hipotek, tabungan serta deposito berjangka.

¹ U Tun Wai & Prof. Hugh T. Patrick, *Stock or Bond Investment and Capital Markets on Less Developed Countries* dalam Peter Bedu Bataona, *Mengenal Pasar Modal dan Tata Aturan Perdagangan Efek Serta Bentuk-bentuk Perusahaan*, Flores-Nusa Tenggara Timur, Penerbit Nusa Indah, 1994, hlm.21

- **Pengertian yang sempit :**

Pasar modal adalah tempat yang terorganisir yang memperdagangkan saham-saham dan obligasi-obligasi dengan memakai jasa para makelar, komisioner dan para penjamin emisi.

Secara teoritis pasar modal (*capital market*) didefinisikan sebagai perdagangan instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, baik dalam bentuk modal sendiri (*stocks*) maupun hutang (*bonds*), baik yang diterbitkan oleh pemerintah (*public authorities*) maupun oleh perusahaan swasta (*private sectors*). Dengan demikian pasar modal merupakan konsep yang lebih sempit dari pasar keuangan (*financial market*)². Dalam *financial market*, diperdagangkan semua bentuk hutang dan modal sendiri, baik dana jangka pendek maupun jangka panjang, baik yang bersifat *negotiable* maupun yang *non negotiable*.

Dalam pengertian yang lebih operasional seperti tertuang dalam Keppres No. 60 Tahun 1988, pasar modal dipahami sebagai “bursa”, yang merupakan sarana mempertemukan penawar dan peminta dana jangka panjang (lebih dari satu tahun) dalam bentuk efek. Walaupun demikian, sesungguhnya terdapat perbedaan antara pasar modal (*stock market*) dan bursa efek (*stock exchange*). Dalam definisi Rosenberg³, pasar modal atau *stock market* didefinisikan sebagai “*the place through which the buying and selling of stock for the purpose of profit for both buyers and sellers of the security take place*”, sementara bursa efek atau *stock exchange* dipahami sebagai “*the organization that provide a market for the trading of bonds and stocks*”. Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 secara lebih operasional memberikan definisi mengenai bursa efek (*stock exchange*), yakni pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan / atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek kepada pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka. Efek yang dimaksud dalam definisi ini adalah surat berharga berupa surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak kolektif,

²Marzuki Usman, Singgih Ripat & Syahrir Ika, *Pengetahuan Dasar Pasar Modal*, Jakarta, Keuangan dan Moneter dengan Institut Bankir Indonesia, hlm. 11

³Rosenberg, *Principles of Corporate Finance*, fourth edition, Mc Graw-Hill, Inc, 1991, hlm.474-475

kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek. Dari definisi di atas, maka secara umum dapat dijelaskan bahwa pasar modal merupakan pasar, baik dalam pengertian yang abstrak maupun dalam pengertian yang konkret. Dalam pengertian abstrak, pasar modal adalah perdagangan surat berharga (*bonds* dan *stock*).

Aktivitas serupa dengan pasar modal di dunia sudah dimulai pada tahun 1262 Masehi⁴, yaitu ketika pemerintah Venice mengalami kesulitan dalam melunasi utang (*bad debt*) sehingga mereka mengubah utang-utang tersebut ke dalam bentuk *bonds* dan dipasarkan secara bebas. Strategi ini mencatat prestasi yang baik sehingga secara perlahan-lahan diikuti oleh pemerintah lainnya. Pada tahun 1693 Masehi, Raja William III dari Inggris membentuk sebuah lembaga yang disebut *The English National Debt* (lembaga utang nasional Inggris). Lembaga ini menerbitkan surat-surat berharga mirip obligasi yang diperdagangkan pada akhir-akhir ini. Lama-kelamaan, serikat-serikat dagang besar ikut pula menerbitkan surat-surat berharga. Pada waktu itu juga sudah lahir agen-agen yang bertindak sebagai orang ketiga yang mempertemukan pembeli dan penjual surat-surat berharga. Seringkali bisnis mereka dilakukan di sebuah kedai kopi bernama *Jonathan*.

Pada tahun 1773, mereka memutuskan untuk menyebut kedai kopi itu sebagai "*the stock exchange*" atau tempat tukar menukar saham. Pasar saham pada waktu tersebut hanya dapat dilakukan oleh orang-orang yang bermodal besar (kaya), karena para pialang umumnya membeli dan menjual bagi kepentingan mereka sendiri atau wakil (*proxi*) dari orang-orang yang berkedudukan bangsawan, pemilik modal atau kaum berada. Perkembangan pasar modal ini kemudian menjalar ke seluruh pelosok dunia hingga ke daratan Asia, termasuk Indonesia.

Mengapa pasar modal dijumpai pada banyak negara ? Karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yakni sebagai fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Dalam menjalankan fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan

⁴Jasso Winarto, *Pasar Modal Indonesia-Restorasi Lima Tahunan Swastanisasi BEJ*, Jakarta, Pustaka Sinar Harapan, 1997, hlm. 2-8

fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana (*lenders*) ke pihak yang memerlukan dana (*borrowers*). Dengan menginvestasikan kelebihan dana yang mereka miliki, *lenders* berharap akan memperoleh imbalan dari penyerahan dana tersebut. Sedangkan *borrower* akan menggunakan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan. Bagi negara, mekanisme seperti ini akan mendorong peningkatan produksi yang pada gilirannya meningkatkan pendapatan perusahaan dan kemakmuran masyarakat banyak. Dengan demikian, fungsi pasar modal sesungguhnya tidak berbeda dengan perantara (*intermediary*) keuangan lainnya seperti perbankan dan reksa dana. Bedanya, kalau perbankan memperdagangkan dana jangka pendek, reksa dana memperdagangkan dana baik jangka pendek maupun jangka panjang, maka pasar modal memperdagangkan khusus dana jangka panjang. Dalam menjalankan fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana yang diperlukan oleh para *borrowers*, sementara para *lenders* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut. Sehingga sebenarnya yang merupakan “target yuridis” dari pengaturan hukum terhadap pasar modal pada pokoknya adalah sebagai berikut⁵ :

1. Keterbukaan Informasi
2. Profesionalisme dan Tanggung Jawab Para Pelaku Pasar Modal.
3. Pasar yang tertib dan modern
4. Efisiensi
5. Kewajaran
6. Perlindungan investor

Di Indonesia hukum pasar modal berkembang sesuai dengan perkembangan pasar modal itu sendiri. Sebagaimana diketahui bahwa gemerlapnya pasar modal baru dimulai di Indonesia di sekitar tahun 1988. Maka sejak itu pulalah hukum pasar modal mulai menampilkan “taring”nya. Puncaknya dan momentum penentu bagi perkembangan pasar modal adalah dengan keluarnya Undang-undang Pasar Modal, yaitu Undang-undang No. 8 Tahun

⁵Munir Fuady, *Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum) Buku Ke Satu*, Jakarta, Citra Adititya Bakti, 2001, hlm. 13

1995, yang terdiri dari 18 bab dan 116 pasal itu. Yang kemudian diikuti oleh banyak sekali peraturan pelaksanaannya.

Salah satu tujuan dari eksistensi Hukum Pasar Modal adalah agar dapat mengamankan investasi dari pihak pemodal. Investasi itu sendiri baru dianggap aman jika memenuhi unsur-unsur sebagai berikut⁶ :

1. Likuidnya efek
2. Unsur keamanan terhadap pokok (prinsipal) yang ditanam
3. Unsur rentabilitas atau stabilitas dalam mendapatkan *return of investment*.

Karena kegiatan pasar modal begitu marak dan complicated, maka sangat dibutuhkan suatu perangkat hukum yang mengaturnya agar pasar tersebut menjadi teratur, adil, dan sebagainya. Sehingga kemudian lahirlah apa yang disebut Hukum Pasar Modal itu (*Capital Market Law, Securities Law*).

Pada prinsipnya hukum pasar modal mengatur segala segi yang berkenaan dengan pasar modal. Jadi ruang lingkupnya relatif luas. Antara lain pengaturannya tentang hal-hal sebagai berikut⁷ :

- (1) Pengaturan tentang Perusahaan, misalnya :
 - (a) *disclosure requirement*
 - (b) perlindungan pemegang saham minoritas
- (2) Tentang surat berharga pasar modal
- (3) Pengaturan tentang administrasi pelaksanaan pasar modal, yaitu meliputi :
 - (a) Tentang perusahaan yang menawarkan surat berharga
 - (b) Tentang profesi dalam pasar modal
 - (c) Tentang perdagangan surat berharga

⁶Munir Fuady, *Ibid*

⁷Sumantoro, *Aspek-aspek Hukum dan Potensi Pasar Modal di Indonesia*, Jakarta, Ghalia Indonesia, 1988, hlm.3

b. Tujuan Pelaksanaan Pasar Modal

Sebagaimana dimaklumi bahwa pada saat ini Indonesia telah memasuki Pembangunan Jangka Panjang Kedua (PJP II) dengan titik berat diletakkan pada bidang ekonomi. Sasaran bidang ekonomi pada PJP II ini antara lain adalah terciptanya perekonomian yang mandiri dan andal sebagai usaha bersama atas asas kekeluargaan, berdasarkan demokrasi ekonomi yang berlandaskan Pancasila dan UUD 1945 dengan peningkatan kemakmuran rakyat yang makin merata, pertumbuhan yang cukup tinggi dan stabilitas nasional yang mantap, didorong oleh kemitraan usaha yang kukuh antara badan usaha koperasi, negara dan swasta. Dalam rangka pelaksanaan pembangunan nasional yang membutuhkan pembiayaan yang semakin besar, maka perlu ditingkatkan peran serta Pasar modal sebagai salah satu sumber pembiayaan di samping sektor keuangan lainnya⁸.

Dalam upaya mendukung kesinambungan dan peningkatan pelaksanaan pembangunan, Pasar Modal telah menunjukkan perkembangan yang pesat seiring dengan perkembangan perekonomian Indonesia. Pasar Modal, di samping sebagai sumber pembiayaan dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat pemodal, sehingga melalui Pasar Modal potensi dan kreasi masyarakat dapat dikerahkan dan dikembangkan menjadi suatu kekuatan yang nyata bagi peningkatan kemakmuran rakyat untuk mewujudkan masyarakat Indonesia yang adil dan makmur berdasarkan Pancasila dan UUD 1945. Agar dana masyarakat yang tidak produktif dapat dikerahkan ke sektor-sektor yang produktif sehingga benar-benar dapat memberikan manfaat yang sebesar-besarnya bagi pelaksanaan pembangunan nasional, maka Pasar Modal Indonesia senantiasa perlu ditingkatkan. Tujuan lain dari pengembangan Pasar Modal adalah untuk mendorong pemerataan hasil-hasil pembangunan melalui adanya kemungkinan

⁸Sebenarnya, Indonesia agak terlambat memasuki Pasar Modal Internasional. Tahun 1987, Pasar Modal Indonesia masih belum aktif dan saham yang tersedia masih belum aktif dan saham yang tersedia bagi para manajer portofolio asing sangatlah terbatas. Untuk mendorong peningkatan investasi portofolio asing, pemerintah telah menetapkan kebijakan-kebijakan ekonomi nasional. Pada tahun 1987, Menkeu melakukan deregulasi di bidang Pasar Modal. Bapepam berusaha meyakinkan perusahaan-perusahaan domestik untuk *go publik*, dan juga mengundang manajer investasi internasional untuk berpartisipasi dalam penawaran umum di Pasar Modal. Hal tersebut menyebabkan terjadinya lonjakan kegiatan Pasar Modal yang sangat tajam pada tahun 1989-1990 yang menandai dimulainya era industri efek di Indonesia.

bagi masyarakat untuk memiliki saham. Hal ini adalah sesuai dengan salah satu tujuan pembangunan nasional, yaitu aspek pemerataan hasil-hasil pembangunan. Secara keseluruhan tujuan dari Pasar Modal adalah sebagai berikut⁹ :

1. Meningkatkan kelangsungan hidup ekonomis industri sekuritas

Strategi ini didasarkan atas pemikiran, bahwa pasar modal Indonesia tak akan berkembang bila industri sekuritasnya tidak menguntungkan. Investor pada dasarnya hanya mau menanamkan modalnya dalam jumlah besar bila hasil investasi yang diharapkan dari perusahaan efek cukup kompetitif dibandingkan alternatif investasi lainnya.

Industri efek akan mempunyai prospek yang baik bila mampu menyediakan produk dan layanan yang berkualitas dengan biaya investasi dan operasi yang relatif murah. Perusahaan efek perlu mengupayakan agar manajemen bursa efek dan LPP menggunakan biaya transaksi untuk mengadakan sistem tersentralisasi yang dapat memberikan jasa pendukung transaksi berkualitas tinggi dengan biaya yang rendah. Investasi yang cermat pada layanan tersentralisasi, bila diterapkan secara tepat oleh manajemen yang kompeten, akan memungkinkan perusahaan efek dan bank kustodian melayani pemodal dengan biaya rendah, efisien dan aman.

Agar kelangsungan hidup secara ekonomis lebih terjamin, industri efek diarahkan untuk dapat mengembangkan berbagai jenis sumber pendapatan untuk mengimbangi sifat musiman dari pasar modal. Reksadana merupakan sumber penghasilan yang cukup stabil. Pengembangan produk yang memberikan penghasilan tetap seperti *money market funds*¹⁰, dan instrumen utang dalam nominal kecil, adalah cara lain untuk mengatasi fluktuasi dalam penghasilan dari perdagangan efek.

Untuk menjangkau pasar yang lebih luas, perusahaan efek perlu membuka agen penjualan di seluruh tanah air. Merujuk Pasal 112 UU Pasar Modal, Bapepam akan bekerjasama dengan Bank Indonesia untuk membuat

⁹Tujuan Pelaksanaan Pasar Modal tersebut sebagaimana diamanatkan dalam Rencana Pengembangan Pasar Modal Indonesia yang tertuang Cetak Biru Pasar Modal 2000-2004

¹⁰Merupakan lembaga keuangan yang lazim sebagaimana kita kenal seperti bank, reksadana, dll. *Money market funds* mempunyai komposisi portofolio efek yang terbatas pada surat berharga komersial dan sertifikat tanda berhutang jangka pendek lainnya.

peraturan yang memungkinkan bank kustodian dan perusahaan efek bekerjasama secara efisien. Kerjasama ini akan mempercepat pengembangan jaringan pemasaran dengan investasi yang lebih kecil bagi perusahaan efek. UU Pasar Modal mensyaratkan agar perusahaan efek bekerjasama dengan bank kustodian dalam mengadministrasikan reksadana, dan dalam batas-batas tertentu membentuk tim dalam memasarkan reksadana.

Untuk mendorong para profesional yang dapat dipercaya dalam pengembangan pasar modal, Bapepam harus menghilangkan hambatan-hambatan finansial yang tidak produktif untuk memasuki pasar, seperti tingginya harga keanggotaan bursa efek yang disebabkan oleh banyaknya jumlah saham keanggotaan yang dimiliki oleh anggota yang tidak aktif.

2. Menetapkan standar yang tinggi untuk keamanan dan kualitas jasa

Strategi ini diarahkan atas dasar pemikiran bahwa pasar modal Indonesia adalah bagian dari pasar modal internasional dimana persaingan begitu ketat. Biasanya, yang paling membutuhkan jasa perantara pedagang efek adalah investor bermodal kuat, berpendidikan tinggi yang senantiasa menuntut jasa yang berkualitas. Untuk mempertahankan pemodal internasional dan mengembangkan pasar domestik, industri efek harus mampu menawarkan jasa berkualitas tinggi yang memenuhi standar efisiensi dan keamanan operasional yang ketat.

Untuk itu diperlukan investasi yang besar dalam pengembangan sistem yang dapat disepadankan dengan yang terbaik yang ada di dunia. Karenanya, perusahaan efek yang secara finansial ataupun operasional terbukti kurang mampu atau tidak dapat meneruskan kegiatannya di pasar modal kemungkinan dipertimbangkan untuk dicabut izin usahanya. Hal ini dimaksudkan agar industri efek memiliki reputasi yang baik dari segi keamanan dan kualitas jasa. Untuk mempertahankan pemodal internasional dan mengembangkan pasar domestik, industri efek harus mampu menawarkan jasa berkualitas tinggi yang memenuhi standar efisiensi dan keamanan operasional yang ketat.

Untuk membiayai pengembangan sistem dan mengurangi beban, setiap perusahaan efek, bursa efek, LKP dan LPP¹¹ harus bekerjasama untuk kepentingan anggotanya dan masyarakat dalam menciptakan jasa pendukung yang tersentralisasi dan jasa kustodian yang memenuhi standar internasional.

3. Mengupayakan agar biaya transaksi dan jasa tetap rendah

Strategi ini diarahkan atas dasar pengalaman di pasar modal lain yang menunjukkan bahwa biaya transaksi dan jasa yang wajar akan mendorong pengembangan pasar. Untuk mempertahankan agar biaya tetap rendah, maka operasi jasa pendukung dan sistem pemasarannya harus efisien. Investasi yang tersentralisasi pada sistem, yang dipelopori bursa efek, harus diwujudkan sehingga mengurangi biaya investasi secara keseluruhan. Untuk maksud tersebut, sesuai dengan Pasal 7 dan 14, UU No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, Bapepam akan mempertimbangkan pengaruh biaya pada perkembangan pasar modal dengan menelaah biaya-biaya di bursa efek, LKP dan LPP.

Besarnya komisi perantara pedagang efek di Indonesia sebenarnya cukup kompetitif dibandingkan negara lain. Namun, biaya kustodian dan biaya yang dibebankan oleh biro administrasi efek (BAE), meski kompetitif untuk pasar institusional, masih merupakan beban berat bagi pemodal domestik perorangan. Di negara lain, pemodal bisa menikmati jasa itu tanpa dipungut biaya oleh perusahaan efek. Biaya transaksi dan pencatatan oleh bursa efek harus wajar bila dibandingkan dengan bursa negara lain.

Bapepam akan meminta perusahaan efek untuk sepenuhnya mengungkapkan komisi penjualan, biaya transaksi, dan beban-beban lain pada saat memasarkan jasanya kepada nasabah. Reksadana diwajibkan untuk mengungkapkan dalam prospektus dan laporan tahunannya dampak komisi penjualan terhadap hasil yang diperoleh pemodal. Meski pola *heavy front-end*

¹¹Perusahaan efek adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha sebagai penjamin emisi efek, perantara pedagang efek, dan manajer investasi. Bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem atau sarana perdagangan untuk pembelian dan penjualan efek. LKP adalah lembaga yang menyelenggarakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi efek di bursa. LPP adalah lembaga yang menyelenggarakan kegiatan kustodian sentral (tempat penyimpanan terpusat) bagi bank kustodian, perusahaan efek dan pihak lain.

*loads*¹² amat populer pada saat pemasaran reksadana di Amerika Serikat pada tahun 1950-an, akan tetapi reksadana dengan pola *no-load* atau *low-load* terbukti mempunyai keunggulan dalam pemasaran reksadana modern¹³.

4. Mensyaratkan ketaatan penuh terhadap prinsip *disclosure*

Strategi ini diarahkan dengan tujuan agar pasar modal Indonesia mendapatkan kepercayaan penuh dari masyarakat. Hal ini dilakukan dengan kesadaran bahwa tanpa adanya kepercayaan pemodal, pasar modal Indonesia tidak akan berkembang sebagaimana yang diharapkan.

Untuk itu seperti diamanatkan UU Pasar Modal, Bapepam akan meningkatkan pengawasan terhadap pengungkapan kejadian-kejadian penting di pasar sekunder, dan akan meminta pengungkapan yang lebih luas dari operasi bursa efek. Perbaikan akan dilakukan pada aspek-aspek teknis dari pengungkapan seperti metode penghitungan laba bersih per saham yang disesuaikan. Perusahaan efek akan diminta untuk mengungkapkan informasi kepada nasabah berkenaan dengan kualifikasi keuangan dan operasi mereka.

Meskipun standar akuntansi di Indonesia serupa dengan standar internasional, Bapepam harus terus melanjutkan kerjasama dengan Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) untuk mendorong penyesuaian-penyesuaian lebih lanjut, berkaitan dengan prinsip *disclosure* di bidang pasar modal.

Tanpa mengurangi prinsip *disclosure* penuh, Bapepam akan menelaah praktik pemasaran dan pengiklanan perusahaan efek dalam hal biaya pra operasi, dan penjaminan dengan kesanggupan terbaik. Penelaahan tersebut dilakukan dalam rangka mengembangkan metode *disclosure* yang efektif dari sudut biaya dan sejalan dengan kebutuhan pemasaran, serta tetap melindungi kepentingan pemodal.

Agar dapat mengungkapkan secara penuh potensi likuiditas dari perusahaan yang sudah terdaftar, bursa efek dianjurkan untuk mengelompokkan

¹²Merupakan metode dalam transaksi efek di mana efek yang ditawarkan pada pasar perdana dengan penawaran tertinggi yang selanjutnya akan mengikuti harga pasar.

¹³Jesse H.Choper & Melvin A.Eisenberg, *Corporations*, Gilbert Law Summaries, 1989, hlm.133

publikasi statistik pasar ke dalam *boards*¹⁴ berdasarkan jumlah dan jenis pemegang saham. Emiten juga akan diminta untuk mengungkapkan dalam prospektusnya distribusi efek yang diharapkan dan potensi likuiditas pada pasar sekunder.

Pengungkapan yang tepat juga akan ditekankan sehubungan dengan informasi yang diberikan petugas penjual efek kepada nasabah dari perusahaan efek. Bursa efek dan Bapepam harus menelaah keluhan pemodal yang berkaitan dengan pengungkapan yang tidak tepat dalam pemasaran efek.

Dalam hubungan ini, Bapepam dapat mempertimbangkan untuk menjalin kerjasama dengan institusi lain dalam rangka lebih meningkatkan pemanfaatan informasi yang terdapat di Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM)¹⁵. Bapepam juga harus mendorong lembaga pemeringkat efek dan penasihat investasi untuk melaksanakan kegiatan dalam publikasi riset dan statistik tentang emiten.

5. Mempertahankan pasar yang wajar dan teratur

Strategi ini diarahkan pada pemikiran bahwa investor harus mempunyai kepercayaan bahwa pasar modal berjalan secara wajar dan teratur. Karenanya hak-hak investor lokal skala kecil dan menengah dilindungi dan diperlakukan secara wajar. Begitu pun dengan perusahaan efek, akan dipantau dan diawasi secara ketat.

Dalam kaitan tersebut bursa efek diwajibkan untuk mengembangkan sistem pengendalian intern, terutama dalam pengawasan perdagangan yang efektif, dengan tujuan menghindari timbulnya manipulasi harga dan mendeteksi informasi orang dalam. Bapepam akan melakukan pengawasan pasar secara independen dan melakukan penegakan hukum apabila ada penyimpangan dari UU Pasar Modal.

¹⁴*Boards* merupakan papan pencatatan yang terdapat dalam bursa efek, yang berisi sejumlah transaksi efek yang tercatat. Di dalamnya terdiri dari perusahaan yang terdaftar di bursa, nilai saham yang ditawarkan serta posisi perusahaan yang bersangkutan dalam transaksi efek.

¹⁵PRPM merupakan pusat informasi yang dibentuk oleh Bapepam bekerja sama dengan pengelola bursa seperti BEJ dan BES. Dokumen publik yang tersedia untuk umum meliputi berbagai informasi pasar modal, keterbukaan informasi di pasar modal, *corporate action*, dan referensi pasar modal lainnya.

Bursa efek diwajibkan untuk menerapkan praktik perdagangan yang wajar, khususnya dengan mempertimbangkan aturan tentang prioritas harga dan waktu (*price and time priority*) dalam pelaksanaan perdagangan. Praktik perdagangan silang (*crossing*) harus ditelaah, dengan maksud untuk membuka pasar kepada pemodal domestik perorangan, setelah LKP berfungsi penuh¹⁶.

Penyelesaian transaksi yang terjamin seharusnya akan meningkatkan volume perdagangan. Sebab, dengan begitu, efek yang dibeli dengan mudah dapat dijual kembali, tanpa menunggu tanggal penyelesaian transaksi. Perdagangan yang berulang atas saham yang sama akan meningkatkan likuiditas pasar.

Masalah yang wajib diselesaikan sebelum penyelesaian transaksi dengan sistem pemindah bukuan dapat dioperasikan adalah pengawasan pemilikan asing apabila saham-sahamnya dipegang oleh kustodian. Masalah kepemilikan lain yang harus diselesaikan adalah memonitor dividen dan hak-hak lain, distribusi hak untuk memilih, dan prosedur untuk menginformasikan emiten atas kepemilikan saham dalam rangka memenuhi persyaratan peraturan tentang transaksi yang mengandung benturan kepentingan, informasi orang dalam dan pengambilalihan perusahaan.

Sebelum penyelesaian transaksi yang terjamin dapat dioperasikan, bursa efek harus mendefinisikan istilah-istilah hukum kontrak perdagangan, menjelaskan kondisi perjanjian antara perantara pedagang efek, LKP dan kontrak antara perantara pedagang efek dengan nasabahnya. Istilah dan kondisi jaminan penyelesaian juga harus jelas. Peraturan bursa mengenai pinjam-meminjam efek, *short selling*, *margin trading*, dan *corners*¹⁷ harus disiapkan dan diserahkan kepada Bapepam untuk disetujui. Penyelesaian praktis atas masalah-masalah

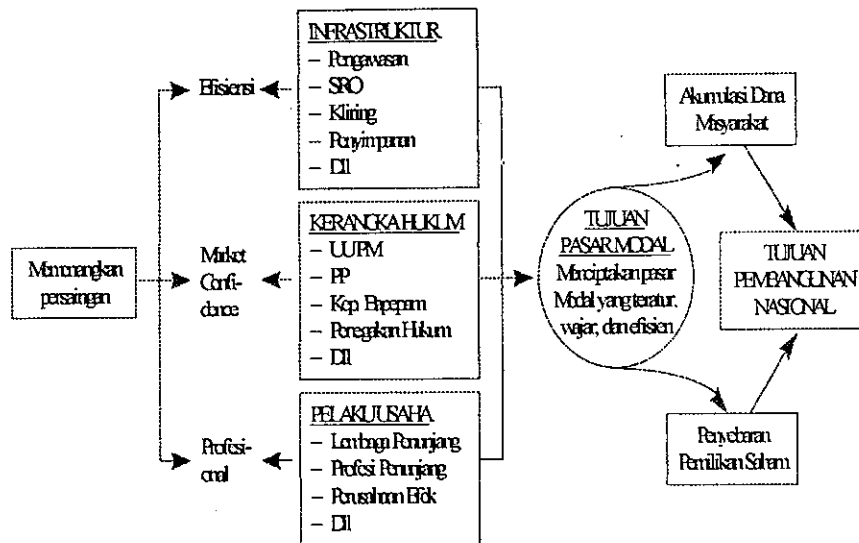
¹⁶Kebijakan tersebut ditempuh sejalan dengan era modernisasi bursa yang mensyaratkan penerapan perangkat yang mendukung kinerja bursa secara optimal. Bursa Efek Jakarta telah menyediakan layanan secara *on line* melalui Jakarta Automated Trading Services (JATS).

¹⁷*Short selling* adalah penjualan saham oleh seseorang di mana penjual tersebut tidak mempunyai sekuritas tersebut atau menjual sekuritas yang dipinjam dari pihak lain. *Margin trading* adalah perdagangan atau transaksi bursa yang dilakukan oleh anggota bursa untuk kepentingan nasabahnya, yang penyelesaian transaksinya dibiayai oleh anggota tersebut. *Corners* adalah sejenis manipulasi pasar dalam bentuk menguasai pasokan saham yang beredar sehingga pelakunya dapat menentukan harga saham di bursa.

operasional yang timbul agar perdagangan dapat berjalan secara teratur dan wajar adalah tanggung jawab utama bursa efek, dibawah pengawasan Bapepam.

Secara keseluruhan, tujuan pendirian pasar modal di Indonesia dapat dilihat dalam diagram berikut ini :

Bagan 1
Tujuan Pendirian Pasar Modal Indonesia



c. Fungsi Pasar Modal

Pasar modal memiliki beberapa fungsi strategis yang membuat lembaga ini memiliki daya tarik, tidak saja bagi pihak yang memerlukan dana (*borrowers*) dan pihak yang meminjamkan dana (*lenders*), tetapi juga bagi pemerintah. Di era globalisasi ini, hampir semua negara menaruh perhatian yang besar terhadap pasar modal karena memiliki peranan strategis bagi penguatan ketahanan ekonomi suatu negara. Terjadinya pelarian modal ke luar negeri (*capital flight*)¹⁸ bukan hanya merupakan akibat dari merosotnya (*depresiasi*) nilai rupiah, atau tingginya inflasi

¹⁸*Capital flight*, merupakan tindakan pelarian modal atau suatu tindakan melarikan atau memindahkan modal oleh para pemilik modal dari suatu wilayah ke wilayah lainnya. Yang lazim terjadi, modal dilarikan karena alasan ekonomi atau politik, Syahrir Ika & Singgih Ripat, *Strategi Pengendalian Pasar Modal Indonesia dari Pengaruh Investor Asing dalam Peluang dan Tantangan Pasar Modal Indonesia Menghadapi Era Perdagangan Bebas*, Jakarta, Institut Bankir Indonesia & Jurnal Keuangan dan Moneter, 1997, hlm.87

tersedianya alternatif investasi yang menguntungkan di negara tersebut, dan / atau pada saat yang sama, investasi portofolio di bursa negara lain menjanjikan keuntungan yang jauh lebih tinggi dibanding dengan bursa di negara asalnya. Oleh karena itu, sangat beralasan kalau pemerintah Indonesia begitu gigih dalam menghidupkan pasar modal.

Untuk membangun pasar modal, banyak peraturan yang dirombak, bermunculan lembaga-lembaga profesi dan penunjang serta semakin banyaknya investor asing mengepung pasar modal Indonesia. Di Indonesia, sebagian masyarakat pemodal kurang tertarik dengan pasar modal, karena mereka belum memahami apa dan peranan pasar modal tersebut. Pada dasarnya terdapat tiga peranan strategis dari pasar modal bagi perekonomian suatu negara, yakni¹⁹ :

1) Sebagai Sumber Penghimpunan Dana

Pasar modal berfungsi sebagai alternatif sumber penghimpunan dana selain sistem perbankan yang selama ini dikenal merupakan media penghimpunan dana secara konvensional. Umumnya, di berbagai negara dunia ketiga (berkembang), lembaga perbankan menjadi lembaga yang dominan dalam penghimpunan dana. Hal ini selain disebabkan karena pasar modal belum berkembang juga sistem serupa dengan perbankan sudah lama dikenal dan dipraktekkan oleh masyarakat dunia ketiga, khususnya kebiasaan dalam kegiatan simpan pinjam. Lembaga perbankan juga banyak dibentuk oleh pengusaha swasta dan memiliki unit bisnis (cabang atau cabang pembantu bahkan unit) sampai ke pelosok desa sehingga masyarakat lebih banyak memahami dan memanfaatkan bagi kepentingan usaha mereka di pedesaan.

Perusahaan-perusahaan yang ingin melakukan perluasan usaha (ekspansi) dapat memperoleh kredit dari bank. Namun ada keterbatasan bank untuk menyalurkan kredit, karena bank-bank memiliki keterkaitan dengan otoritas moneter yang setiap saat melakukan monitoring terhadap jumlah uang yang beredar (*money supply*) untuk menjaga stabilitas moneter. Apabila jumlah uang beredar dinilai terlampaui banyak (diindikasikan oleh meningkatnya harga barang dan jasa di pasar), maka biasanya otoritas moneter (dalam hal ini Departemen

¹⁹Marzuki Usman, Singgih Ripat & Syahrir Ika, *Opcit*, hlm. 13

Keuangan dan Bank Indonesia) mengambil kebijaksanaan moneter untuk menarik jumlah uang beredar, baik melalui instrumen operasi pasar terbuka (lelang SBI atau SPBU), penetapan tingkat minimum cadangan bank (*reserve requirement*), fasilitas diskonto, dan imbauan (*moral suasion*)²⁰. Kebijakan ini bersifat kontraksi untuk menarik jumlah uang yang beredar, artinya kredit bank diperketat. Hal sebaliknya, jika jumlah uang beredar menurun (yang diindikasikan oleh makin menurunnya harga barang dan jasa di pasar), maka melalui instrumen yang sama, otoritas moneter mengambil kebijakan ekspansi, artinya kredit dilonggarkan lagi.

Dalam keadaan yang demikian, dunia usaha tentunya tidak mempunyai informasi yang cukup mengenai waktu datangnya kebijakan itu dan bagaimana dampaknya terhadap kelanjutan usaha mereka. Jika tingkat bunga bank demikian tinggi sebagai akibat dari kebijakan kontraksi moneter, maka perusahaan yang ingin melakukan ekspansi usaha tidak memiliki keberanian untuk memperoleh kredit bank. Kalaupun ia terpaksa melakukannya, maka beban biaya bunga yang tinggi tersebut akan menaikkan biaya produksi dan menjadi bagian dari penetapan harga jual yang tentunya relatif tinggi. Sementara di sisi lain, masyarakat memiliki keterbatasan dalam membeli barang atau jasa sehingga kebijakan perusahaan yang demikian dapat membawa malapetaka bagi perusahaan yang bersangkutan. Di sisi lain, baik secara teoritis maupun praktek bisnis, perusahaan pada umumnya memiliki batas-batas tertentu untuk menggunakan dana pinjaman (utang), terutama kalau perbandingan antara utang dan modal sendiri (*debt to equity ratio*)²¹ telah mencapai tingkat di atas batas toleransi kesehatan finansial perusahaan. Dalam keadaan seperti ini, perusahaan terpaksa menahan diri untuk

²⁰Suad Husnan, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisa Sekuritas*, Yogyakarta, AMP-YKPN, 1993, hlm. 209

²¹*Debt to Equity Ratio*, mencakup tiga definisi yaitu :

- a Total utang dibagi dengan ekuitas pemegang saham total. Ini menunjukkan sampai seberapa jauh ekuitas dapat meredam klaim kreditor, jika terjadi likuidasi
- b Total utang jangka panjang dibagi ekuitas pemegang saham. Ini adalah ukuran penggunaan uang pinjaman untuk meningkatkan pendapatan atas ekuitas pemilik
- c Utang jangka panjang dan saham preferen dibagi ekuitas saham biasa. Ini menghubungkan sekuritas dengan beban tetap ke sekuritas tanpa beban tetap.

melakukan perluasan usaha kecuali perusahaan tersebut bisa memperoleh dana alternatif dalam bentuk modal sendiri (*equity*).

Untuk mengantisipasi masalah di atas, maka pemerintah merasa perlu menyediakan alternatif pembiayaan lain yang setiap saat dapat dimanfaatkan oleh perusahaan-perusahaan tertentu yang membutuhkannya. Pembentukan dan pengaktifan pasar modal adalah salah satu cara yang ditempuh pemerintah di banyak negara. Pasar modal memungkinkan perusahaan menerbitkan surat berharga (sekuritas), baik surat tanda hutang (obligasi atau *bonds*) maupun surat tanda kepemilikan (saham). Dengan memanfaatkan sumber dana dari pasar modal tersebut, perusahaan dapat terhindar dari kondisi *debt to equity ratio* yang terlalu tinggi.

2) Sebagai Alternatif Investasi Para Pemodal

Jika tidak ada pilihan investasi lain, maka para pemodal hanya menginvestasikan dananya dalam sistem perbankan dan / atau pada *real assets*. Akan tetapi dengan adanya pasar modal, memberikan kesempatan kepada para pemodal untuk membentuk portofolio investasi (mengkombinasikan dana pada berbagai kemungkinan investasi) dengan mengharapkan keuntungan yang lebih dan sanggup menanggung sejumlah risiko tertentu yang mungkin terjadi.

Investasi di pasar modal lebih fleksibel. Setiap pemodal dapat melakukan pemindahan dananya dari satu perusahaan ke perusahaan lain, atau dari satu industri ke industri lain sesuai dengan perkiraan akan keuntungan yang diharapkan seperti dividen dan atau *capital gain*²² dan *preferensi* mereka atau risiko dari saham-saham tersebut. Keuntungan seperti ini berbeda dengan deposito bank misalnya, kecuali deposito berjangka yang berbunga harian. Deposito berjangka memang dapat ditarik oleh pemiliknya di bawah jangka waktu jatuh tempo, namun pemilik deposito yang bersangkutan harus membayar biaya penarikan. Artinya, pemodal yang bersangkutan tentu tidak memperoleh keuntungan apa-apa, kecuali sejumlah modal awal yang didepositokan tadi, dan dalam kondisi demikian sebenarnya pemodal tersebut mengalami kerugian dalam

²²*Capital gain* adalah kelebihan hasil atas harga perolehan dari pelepasan aktiva modal terutama investasi jangka panjang. Keuntungan modal ini dikenakan pajak dengan tarif yang lebih rendah menurut ketentuan perundangan yang berlaku.

bentuk hilangnya kesempatan memperoleh keuntungan. Oleh karena itu, pasar modal memungkinkan terjadinya alokasi dana yang efisien.

3) Bagi Negara, Pasar Modal Akan Mendorong Perkembangan Investasi

Di depan telah diuraikan bahwa pembangunan membutuhkan investasi yang besar. Dalam perencanaan pembangunan, kebutuhan akan investasi didasarkan atas perkiraan tingkat pertumbuhan ekonomi. Pada Repelita VI misalnya pemerintah menargetkan laju pertumbuhan ekonomi sekitar 7,1 persen. Berdasarkan perkiraan ini, maka dibutuhkan dana investasi sebesar Rp. 815 triliun. Sekitar 77 persen diantaranya diharapkan bersumber dari swasta, dan pasar modal adalah salah satu lembaga keuangan yang diharapkan besar peranannya dalam memobilisasi dana investasi tersebut²³. Bagaimana caranya pasar modal melakukan peran itu ? Setiap perusahaan, apalagi yang berskala besar dan bersifat strategis, pasti berkeinginan untuk meningkatkan kapasitas usahanya agar dapat menaikkan *volume* penjualan dan pendapatan. Usaha yang berskala kecil, secara teoritis, sulit mencapai skala produksi yang efisien, sehingga untuk memperbaiki posisinya perusahaan yang bersangkutan melakukan perluasan usaha (*expansion*). Perluasan usaha ini membutuhkan modal yang besar yang mungkin kalau diperoleh melalui pinjaman bank pada kondisi tingkat bunga yang tinggi akan menyulitkan perusahaan dalam mengembalikan pinjaman.

Oleh karena itu, jika kondisi suatu perusahaan dalam keadaan sehat, maka dapat diproses untuk *listing* di bursa efek. Kinerja perusahaan yang baik ditambah dengan rendahnya biaya transaksi bursa serta adanya jaminan transportasi, investor akan semakin banyak berminat untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Artinya, tanpa pemerintah mencarikan sumber pendanaan melalui bantuan luar negeripun, pihak swasta sudah dapat memenuhi sendiri kebutuhan dananya dengan mengeluarkan biaya dalam jumlah yang relatif kecil. Dengan demikian, pemerintah terbantu dalam memobilisasi dana masyarakat. Bukan hanya itu, dengan ekspansi usaha berarti ada penambahan penyerapan tenaga kerja, kenaikan jumlah produksi.

²³Data dihimpun dari Biro Pusat Statistik dan Data Statistik Bapepam 1996-2000

d. Dasar Hukum Pengaturan UU Pasar Modal

Sejak diaktifkannya kembali kegiatan bisnis pasar modal pada tahun 1977, sebenarnya pasar modal berjalan di atas fondasi yang lemah. Bayangkan saja, meski kegiatan pasar modal sudah cukup semarak pada awal 1990-an, namun peraturan tentang pasar modal bisa dibilang masih rapuh. Hingga akhir 1995, seluruh aspek legal yang berkaitan dengan penyelenggaraan pasar modal masih bersandar pada peraturan kuno yang sebenarnya sudah tidak layak lagi diterapkan, yakni UU Darurat No. 13 tahun 1951 tentang Bursa yang kemudian ditetapkan sebagai UU No. 15 tahun 1952 tentang Bursa. UU ini hanya dilengkapi dengan Keputusan Menteri Keuangan No. 1548/KMK.013/1990 tentang Pasar Modal²⁴.

Padahal di satu sisi, laju perkembangan ekonomi dan pasar modal berjalan sangat pesat. Pada saat yang bersamaan pasar modal Indonesia juga dituntut untuk bisa bersaing dengan pasar modal lain, terutama di kawasan Asia Tenggara. Untuk itulah perangkat hukum yang ada perlu penyempurnaan dan penajaman. Sebab, perkembangan dan kemajuan satu pasar modal sangat ditentukan oleh adanya kepastian hukum bagi para pelakunya, terutama masyarakat investor. Investor, khususnya investor internasional menaruh perhatian yang sangat besar terhadap aturan hukum (*rule of law*) di samping adanya aspek *disclosure*. Investor manapun pasti enggan masuk pasar jika pasar yang bersangkutan tidak memiliki perangkat aturan yang jelas. Apalagi bisnis di pasar modal bisa dibilang sebagai bisnis yang mengandalkan kepercayaan. Kepercayaan itu akan lebih aman dan terjamin jika dipayungi oleh peraturan yang jelas dan mengikat.

Lahirnya UU Pasar Modal merupakan tonggak baru bagi perjalanan sejarah pasar modal Indonesia. UU ini lantas dilengkapi dengan dua Peraturan Pemerintah masing-masing Peraturan Pemerintah (PP) No. 45 tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal dan PP No. 46 tahun 1995 tentang Pemeriksaan di Bidang Pasar Modal. Itu pun dianggap masih belum lengkap.

²⁴I Putu Gede Ary Suta, *Menuju Pasar Modal Modern*, Jakarta, Yayasan Sad Satrya Bakti, 2000, hlm. 59.

Secara garis besar UU Nomor 8 tahun 1995 terdiri atas 18 bab dan 116 pasal. Bab I berisi tentang definisi pasar modal. Bab II berisi peraturan operasional Bapepam. Bab III memuat tentang bursa efek, lembaga kliring dan kustodian sentral. Bab IV tentang reksadana. Bab V berisi mengenai perusahaan efek, perwakilan dan penasihat investasi. Bab VI mengulas peranan lembaga penunjang pasar modal seperti kustodian, wali amanat, dan biro administrasi efek. Bab VII bicara tentang penyelesaian transaksi bursa dan penitipan kolektif. Bab VIII mengupas profesi penunjang pasar modal seperti akuntan, konsultan hukum, notaris dan penilai.

Bab IX memuat tentang emiten dan perusahaan publik yang meliputi aspek pernyataan pendaftaran, prospektus, tanggung jawab atas informasi yang tidak benar atau menyesatkan, hak memsakan efek terlebih dahulu, benturan kepentingan, penawaran tender, penggabungan, peleburan dan pengambilalihan. Lalu Bab X mengulas tentang sistem pelaporan dan keterbukaan informasi pihak-pihak yang memperoleh izin, persetujuan atau pendaftaran dari Bapepam. Bab XI membahas soal penipuan, manipulasi pasar dan perdagangan orang dalam. Bab XII mengatur tentang pemeriksaan yang dilakukan oleh Bapepam terhadap setiap pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan di pasar modal. Bab XIII berisi soal penyidikan oleh Bapepam, dalam hal Bapepam berpendapat pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal dan atau membahayakan kepentingan pemodal atau masyarakat. Bab XIV berisi mengenai sanksi administrasi Bab XV berisi tentang ketentuan pidana. Bab XVI tentang ketentuan lain-lain, Bab XVII tentang ketentuan peralihan dan Bab XVIII tentang ketentuan penutup.

Ada beberapa perubahan menonjol dalam UU No. 8 tahun 1995 ini dibandingkan dengan peraturan sebelumnya. Selain lebih tegas dan detail, UU Pasar Modal yang baru ini memberikan kewenangan lebih besar kepada Bapepam selaku otoritas pasar modal untuk melaksanakan tugas pembinaan dan

pengawasan. Kewenangan baru yang diberikan adalah melakukan pemeriksaan dan penyidikan atas pelanggaran yang dilakukan oleh para pelaku pasar modal²⁵.

Hal ini dilakukan mengingat kejahatan di pasar modal mempunyai implikasi yang sangat luas, diantaranya penipuan, manipulasi pasar, dan perdagangan orang dalam. Dengan adanya kewenangan penyidikan pegawai negeri sipil yang diberikan kepada Bapepam, maka penanganan atas kejahatan itu akan dilakukan lebih cepat dan tepat.

Untuk jenis pelanggaran tertentu, UU Pasar Modal memberikan sanksi lebih tegas berupa sanksi pidana dan sanksi administrasi. Ancaman penjara paling lama sepuluh tahun dan denda Rp. 15 miliar bagi pihak yang melakukan penawaran umum tanpa terlebih dulu menyampaikan pernyataan pendaftaran, dan pernyataan tersebut belum efektif.

Membuka peluang untuk didirikannya lembaga kliring dan penjaminan (LKP) dan lembaga penyimpanan dan penyelesaian (LPP). Dua lembaga ini bersama bursa efek secara terpadu berperan dalam mengkoordinasikan pelaksanaan transaksi, kliring dan penjaminan atas penyelesaian transaksi serta penyimpanan efek secara teratur, wajar dan efisien. Untuk menjalankan fungsinya ketiga lembaga tersebut diberi kewenangan untuk mengeluarkan peraturan bagi para anggotanya.

Bagi perusahaan efek, lebih ditegaskan mengenai pedoman perilaku yang berkaitan dengan kewajiban dan larangan yang harus dipenuhi. Pedoman ini diperlukan agar perusahaan efek yang bertindak sebagai penjamin emisi, perantara pedagang efek dan penasihat investasi dapat melakukan kegiatan secara profesional dengan mengutamakan kepentingan nasabahnya. UU Pasar Modal ini juga mengukuhkan betapa pentingnya peranan profesi penunjang pasar modal dalam pengungkapan informasi kepada masyarakat, termasuk informasi tentang emiten.

²⁵Pasal 3 UU No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyatakan bahwa pembinaan, pengaturan, dan pengawasan kegiatan Pasar Modal dilakukan oleh Bapepam. Selanjutnya pada pasal 4 dinyatakan pembinaan, pengaturan dan pengawasan sebagaimana dimaksud dalam pasal 3 dilaksanakan oleh Bapepam dengan tujuan mewujudkan terciptanya kegiatan Pasar Modal yang teratur, wajar dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat.

Yang lebih penting, UU Pasar Modal memberikan porsi perlindungan kepada investor jauh lebih besar. Misalnya saja peraturan yang mengatur tentang mekanisme transparansi pasar, jaminan atas kebenaran informasi dan menjatuhkan sanksi bagi pelaku yang melanggar aturan. Transparansi pasar mengungkapkan semua informasi yang benar dan relevan kepada pemodal sehingga harga yang terjadi di pasar merupakan harga yang wajar yang benar-benar dari hasil proses permintaan dan penawaran yang *fair*²⁶.

Kewajiban menyampaikan laporan kepada Bapepam juga diberlakukan kepada perusahaan yang memenuhi persyaratan sebagai perusahaan publik. Artinya, perusahaan yang dengan sendirinya memenuhi syarat sebagai perusahaan publik, wajib menyampaikan informasi mengenai usahanya dengan cara menyampaikan pernyataan pendaftaran dan laporan, baik sifatnya *periodic* maupun *insidentil* kepada Bapepam²⁷. Hal tersebut dimaksudkan agar informasi mengenai perusahaan selalu tersedia untuk publik.

Dengan landasan hukum yang lebih kuat ini diharapkan bisa memacu laju pertumbuhan pasar modal Indonesia. Namun, semuanya tergantung pada bagaimana sikap otoritas pasar bisa menegakkan aturan main yang sudah berkembang dengan baik itu.

Disamping ketentuan umum diatas, diatur pula ketentuan pendukung yang dibuat berdasar standar internasional oleh Bapepam. Hal ini diwujudkan dalam kebijakan pembuatan peraturan Bapepam (*rules making rule*) yang pada intinya menetapkan mekanisme pembuatan peraturan yang melibatkan semua pihak terkait. Sebagai hasilnya telah dibuat peraturan (*rules*) kurang lebih 140 buah dalam dua bahasa, Indonesia dan Inggris, yang tersedia untuk seluruh pelaku pasar dan masyarakat luas. Keseluruhan peraturan tersebut tertuang dalam Buku Peraturan Bapepam (*Bapepam Rulebook*) yang telah menjadi acuan bagi para

²⁶Hamud M. Balfas, *Tindak Pidana Pasar Modal dan Pengawasan Perdagangan di Bursa*, Suplemen Hukum dan Pembangunan, tanpa penerbit, 1988, hlm. 43-45

²⁷Pernyataan pendaftaran yang disampaikan kepada Bapepam tersebut berupa dokumen yang wajib disampaikan kepada Bapepam oleh emiten dalam rangka penawaran umum atau perusahaan publik.

pihak yang bergerak di pasar modal. Peraturan Bapepam tersebut memiliki ciri sebagai berikut²⁸:

- a. Lebih memberikan kewenangan kepada Bapepam sebagai regulator yang relatif memiliki independensi kendati pun masih terbatas.
- b. Proses pembuatannya bersifat terbuka dengan melibatkan pelaku pasar melalui proses dengar pendapat.
- c. Diperkenalkannya *self regulatory organizations (SRO)* seperti bursa efek, LPP dan LKP yang memiliki kewenangan tersendiri.
- d. Penerapan *disclosure* bagi pelaku pasar terutama emiten, perusahaan efek dan pihak lain yang memperoleh izin dari Bapepam.
- e. Seluruh informasi (laporan) yang disampaikan kepada Bapepam merupakan dokumen publik. Ini merupakan hal baru yang perlu dibudayakan.
- f. Diperkenalkannya memberlakukan kontrak investasi kolektif yang mengacu kepada *Trust Law Sistem* yang berlaku di negara-negara maju.
- g. Dikembangkannya kemungkinan bagi Bapepam untuk membuat *interpretative releases* (penjelasan resmi) untuk setiap peraturan yang dibuat, sehingga tidak terjadi salah pengertian di pasar.

2. Pengembangan Pasar Modal Indonesia

Pasar modal adalah sumber dana segar jangka panjang. Keberadaan institusi ini bukan cuma sebagai wahana sumber pembiayaan, tetapi juga sebagai sarana investasi yang melibatkan seluruh potensi dana masyarakat, baik yang tersedia di kantong dalam negeri maupun pundi-pundi yang tersebar di luar negeri. Yang memanfaatkan pasar modal sebagai sarana investasi bukan cuma pemodal lokal tapi juga pemodal asing.

Salah satu masalah yang mengakibatkan terjadinya krisis ekonomi di Indonesia adalah terjadinya *mismatch*²⁹, di mana investasi jangka panjang dibiayai

²⁸Hasil wawancara dengan Bpk. Sutrisno, SH, Kabag Bantuan Hukum & Litigasi Bapepam, pada tanggal 27 Maret 2002. Hingga tahun 2002 Bapepam telah menyempurnakan 12 peraturan lama dan menerbitkan 5 peraturan baru sebagai implementasi dari UU PM sesuai dengan kebutuhan dan perkembangan pasar.

²⁹Kondisi tersebut umum terjadi pada pasar modal suatu negara yang tergolong berskala kecil seperti Indonesia. Namun khusus bagi Indonesia, keadaan itu dipicu oleh tidak siapnya perangkat yang mendukung ditambah dengan faktor non teknis yang ikut mempengaruhi keadaan pasar di mana pasar modal memiliki karakteristik yang unik. Penegakan hukum terhadap pelaku pelanggaran di lantai bursa tidak tegas, sebagaimana terjadi pada kasus divestasi saham PT Indosat yang masih terkatung-katung hingga kini dan kasus terbaru yaitu perdagangan semu yang melibatkan tokoh pencetus berdirinya modernisasi Pasar Modal Modern Indonesia, Jannes Naibaho yang merupakan kasus pertama yang dilimpahkan ke polisi, sebagaimana diwartakan oleh

oleh sumber pembiayaan jangka pendek. Belajar dari kesalahan tersebut, sudah saatnya dipikirkan kebijakan baru yang memungkinkan tumbuhnya sumber pembiayaan jangka panjang melalui pasar modal. Alternatif pembiayaan yang tersedia bervariasi seperti penerbitan surat utang atau obligasi, maupun penawaran saham (*equity*).

Untuk itulah optimalisasi pasar modal harus mendapat perhatian serius. Jika dibandingkan dengan negara tetangga seperti Malaysia, Singapura, Hongkong, Thailand dan juga Filipina serta negara kawasan Asia Pasifik lainnya pemanfaatan institusi pasar modal Indonesia masih relatif tertinggal. Padahal, apa yang dimiliki Indonesia tidak lebih buruk dari apa yang dimiliki oleh negara Asia Pasifik lainnya.

Bahkan dalam hal tertentu, Indonesia memiliki keunggulan³⁰. Berangkat dari sini, perlu ada perubahan pola perilaku dari kalangan pengusaha dan pemerintah sendiri. Potensi pasar modal yang tersimpan di Indonesia tidak akan ada gunanya jika tidak dioptimalkan dengan baik. Lewat aneka instrumen pasar modal, pola investasi yang pada awalnya hanya dilakukan secara langsung (*direct investment*) diharapkan bisa juga ditarik lewat investasi tak langsung (*indirect investment*).

Dampak lain dari optimalisasi pasar modal adalah terciptanya stabilitas sosial. Ini terjadi karena, *pertama*, pasar modal menggunakan prinsip *full disclosure*. Prinsip ini menuntut perusahaan yang sudah *go public* membuka informasi tentang dirinya secara transparan. Pengungkapan usaha perusahaan tersebut tidak saja menyangkut soal prospek tapi juga risiko usaha.

Kedua, dengan makin banyaknya perusahaan yang masuk ke pasar modal, berarti memberi kesempatan kepada investor kecil untuk ikut memiliki perusahaan itu lewat pembeliahan saham. Sehingga kecemburuan sosial bisa dikurangi.

Ardhian Novianto & Andi Suruji, *Shock Therapy Bagi Bursa yang Sakit*, KOMPAS, Sabtu 16 September 2002, hlm.15.

³⁰Keunggulan tersebut diantaranya adalah penerapan otomatisasi perdagangan secara *on line* yang kedua di Asia setelah bursa Tokyo, kinerja Bursa Efek Jakarta menurut IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) terbaik ke 4 setelah New York Stock Exchange, Dow Jones, dan Tokyo Stock Exchange, Jasso Winarto, *Pasar Modal Indonesia-Retrospeksi Lima Tahun Swastanisasi BEJ*, Jakarta, Pustaka Sinar Harapan, 1997, hlm.201.

Ketiga, perusahaan yang masuk ke pasar modal itu memberi keuntungan baik secara politis atau ekonomis. Secara ekonomis, perusahaan yang sudah masuk pasar modal tidak lagi semata-mata tergantung pada kucuran pinjaman bank, yang biasanya membebani debitur, baik dari segi bunga atau cara pengembalian. Dan ujung-ujungnya, membikin perusahaan itu bisa melakukan perencanaan keuangan dengan baik dan perusahaan bisa berjalan lebih fleksibel.

Namun, optimalisasi pasar modal itu bukanlah pekerjaan mudah, segampang membalik telapak tangan. Begitupun untuk mencapai pasar modal yang diimpikan. Jika diperhatikan, tantangan yang dihadapi pasar modal Indonesia bukan cuma berasal dari dalam negeri, tapi juga dari luar negeri. Kesepakatan antar negara itu pada akhirnya akan melahirkan liberalisasi di bidang perdagangan dan investasi. Konsekuensinya tentu saja dengan kemunculan persaingan antar negara dan terintegrasinya pasar-pasar dunia. Di sektor keuangan, liberalisasi investasi meningkatkan efisiensi dalam mobilisasi dan penggunaan dana bagi pengembangan ekonomi, dan menciptakan saling ketergantungan antar satu negara dengan negara lain.

Tahun 2003 Indonesia sepakat masuk ke era pasar bebas tingkat ASEAN. Tahun 2010 memasuki pasar bebas negara-negara anggota APEC. Dengan begitu pasar modal Indonesia paling tidak akan menghadapi : *pertama*³¹, terjadinya pergeseran pola investasi dari yang semula melalui jalur *official development assistance* (ODA) dan *foreign direct investment* (FDI) ke pola *portfolio*³².

Seperti diketahui arus investasi melalui ODA dan FDI umumnya menggunakan sarana pemerintah yang disebut sebagai *sovereign borrowers*. Atau melalui kedaulatan wilayah yang disebut sebagai *sovereign borders*³³. Sedangkan investasi *portfolio*, terutama dalam bentuk ekuitas umumnya bersifat *private* dan tidak mengenal batas kedaulatan suatu negara. Aliran dana seperti ini akan mudah

³¹ I Putu Gede Ary Suta, *Opcit*, hlm. 20

³² Merupakan sekumpulan saham-saham pilihan yang dimiliki oleh investor. Disebut juga seperangkat investasi yang dimiliki oleh individu atau perusahaan. Atau pembagian resiko ke sektor yang produktif untuk menghindari dampak kerugian sekecil mungkin.

³³ Keduanya diperoleh dari instrumen keuangan dan sumber-sumber pembiayaan lain yang berasal dari negara donor atau bantuan Lembaga Internasional, yang biasanya tertuang dalam kesepakatan *Letter of Intent* atau *Memorandum of Understanding*.

keluar masuk ke dalam suatu negara, dan hanya mempertimbangkan efisiensi pasar dan iklim yang kondusif bagi tumbuhnya investasi.

Bank Dunia mengindikasikan bahwa telah terjadi penurunan pinjaman investasi melalui jalur perbankan, sementara investasi dalam bentuk portfolio efek dan FDI makin meningkat. Tahun 1980–1982 pinjaman bank yang kaitannya dengan perdagangan masih tetap mendominasi aliran modal swasta ke negara-negara berkembang. Tetapi tahun 1996–1996 pinjaman bank menurun drastis, sedangkan portfolio efek dan FDI meningkat tajam. Tren ini diperkirakan akan berlanjut di masa mendatang.

*Kedua*³⁴, Indonesia juga harus siap menghadapi perkembangan pasar modal dunia. Belakangan ini banyak negara yang sedang mengembangkan pasar modalnya. Mereka sadar betul bahwa pasar modal dapat berfungsi sebagai sumber pembiayaan jangka panjang, mengembangkan instrumen keuangan, mendiversifikasikan risiko dan meningkatkan mobilisasi dana masyarakat serta menciptakan pengalokasian sumber dana secara lebih efisien.

Dari kecenderungan-kecenderungan itu, kiranya menjadi peluang sekaligus tantangan bagi pasar modal Indonesia untuk dapat berkembang secara efisien, sehingga pada akhirnya menjadi pilihan investasi yang menarik baik bagi investor lokal maupun asing. Pasar modal Indonesia harus mampu bersaing, paling tidak sejajar dengan pasar modal negara lain. Dari dalam negeri, pasar modal Indonesia setidaknya dihadapkan pada tiga tantangan utama.

Pertama, masih sedikitnya partisipasi masyarakat yang bermain di pasar modal. Pada kenyataannya sampai 1995, dari 180 juta penduduk Indonesia, hanya 150 ribu yang berinvestasi lewat pasar modal. Lantas tiga tahun kemudian, 1998 dari 200 juta penduduk Indonesia, hanya 500 ribu investor lokal yang bermain di pasar modal³⁵. Kondisi ini semakin memprihatinkan saat ekonomi nasional didera krisis moneter yang kemudian melebar menciptakan berbagai bentuk krisis

³⁴I Putu Gede Ary Suta, *Op cit*, hlm. 21.

³⁵Bahkan, kini yang masih secara aktif bergiat sebagai investor hanya mencapai kurang lebih 50.000 orang, kondisi menyedihkan ini terjadi akibat maraknya *capital flight* yang dilakukan oleh emiten kita yang lebih memilih menanamkan modalnya ke negara yang dianggap memiliki iklim investasi yang menjanjikan, sebagaimana di kemukakan oleh Aburizal Bakrie, *Ketika Emiten Tanpa Pengendali*, Fokus KOMPAS, Minggu, 21 Juli 2002, hlm. 27

lainnya. Indeks harga saham gabungan (IHSG) terkoreksi tajam, harga saham merosot drastis, sehingga tidak sedikit investor yang menderita rugi besar dan bahkan trauma. Ini merupakan persoalan yang dihadapi oleh otoritas pasar modal untuk menggalakkan peran investor domestik.

Kedua, kurang meratanya penyebaran saham di pasar domestik. Kurangnya infrastruktur pasar domestik, membuat biaya penawaran efek menjadi mahal. Penyebaran saham masih terbatas di beberapa kota besar. Sementara itu di pasar internasional persoalan seperti ini sudah terlewati. Tak heran jika perusahaan asing pun jarang yang mencatatkan dirinya di pasar modal Indonesia. Dan ini jelas menjadi tantangan tersendiri bagi pengelola pasar modal Indonesia.

Ketiga, rendahnya profesionalisme pihak yang terkait di pasar modal, mulai dari regulator, bursa efek, profesi penunjang pasar modal, lembaga penunjang pasar modal, investor dan pihak-pihak lain yang terkait. Perusahaan efek pun, meski cukup mampu menangani penawaran efek dalam negeri, tapi masih relatif lemah dalam pengembangan produk riset. Tidak mengherankan jika sampai saat ini sebagian investor asing bertransaksi lewat perusahaan efek asing yang ada di Jakarta. Dan tentu saja manfaat transaksi itu hanya dirasakan mereka.

Berbagai langkah juga telah dilakukan dalam memajukan pasar modal Indonesia antara lain memperkuat secara terus menerus kerangka hukum di bidang pasar modal sekaligus penegakan hukumnya, membangun dan mengembangkan infrastruktur sesuai dengan kemajuan pasar, meningkatkan kemampuan sumber daya manusia, mengembangkan produk-produk baru pasar modal, mengembalikan kepercayaan investor terhadap pasar modal, dan membantu proses pemulihan ekonomi nasional. Namun demikian, upaya-upaya yang telah dan akan dilakukan hendaknya diiringi pula dengan membaiknya stabilitas politik nasional agar pasar modal Indonesia dapat maju dan berkembang serta mampu mendorong bergulirnya kembali kegiatan-kegiatan ekonomi nasional.

Di bidang infrastruktur, pasar modal Indonesia telah maju selangkah lagi karena mulai diterapkannya sistem perdagangan tanpa warkat (*scripless trading*) sejak tanggal 25 Juli tahun 2000 dan telah selesainya penyempurnaan sistem komputerisasi yang terintegrasi (*integrated computer sistem*) yaitu antara sistem

perdagangan JATS BEJ, sistem perdagangan S-MART BES, sistem Kliring dan Penjaminan Penyelesaian e-CLEARs KPEI, dan sistem Penyimpanan dan Penyelesaian C-BEST KSEI. Kedua sistem ini dimaksudkan selain untuk meningkatkan perlindungan kepada investor, juga meningkatkan likuiditas perdagangan serta memberikan jaminan keamanan dan keandalan bagi investor yang bermaksud melakukan transaksi di bursa. Khusus mengenai *scriptless trading*, sampai saat ini, sudah terdapat 105 emiten yang telah memperdagangkan sahamnya di bursa dengan menggunakan sistem yang baru tanpa warkat ini, dan semua sistem berjalan dengan baik tanpa mengalami gangguan yang berarti.

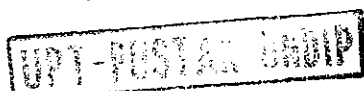
Scriptless trading merupakan tata cara perdagangan efek tanpa warkat, dan diiringi penyelesaian transaksi dengan pemindahbukuan (*book entry settlement*) yaitu perpindahan efek maupun dana yang hanya melalui mekanisme debit kredit atas suatu rekening efek (*securities account*)³⁶.

Dengan demikian, dalam era *scriptless*, kita tidak lagi mengenal saham secara fisik karena semua saham tercatat dalam catatan elektronik yang disebut Rekening Efek (*securities account*) di Kustodian Sentral. Istilah yang lebih tepat sebenarnya adalah *Scriptless Settlement*, karena yang menjadi kendala selama ini (sebelum penerapan *scriptless*) adalah bukan pada sistem perdagangannya, namun pada sistem penyelesaian. Apabila sistem penyelesaian telah *scriptless* maka otomatis sistem perdagangan pun akan menjadi *scriptless*. Alasan lain adalah, karena pemindahtanganan kepemilikan saham dengan atau tanpa warkat dilakukan setelah terjadinya perdagangan saham di bursa³⁷.

BEJ dengan sistem JATS (*Jakarta Automated Trading System*)-nya yang telah diterapkan sejak tahun 1995 telah mampu menjalankan perannya secara maksimal dari sisi perdagangan, artinya perdagangan telah berjalan secara otomatis dan berlangsung secara cepat. Dengan mengacu kepada saham yang masih bersifat fisik, maka kenaikan nilai transaksi (yang berlangsung secara cepat dan otomatis), tidak diikuti dengan cepatnya penyelesaian transaksi, di mana

³⁶Hariato, Farid, et al, *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi*, Jakarta, Bursa Efek Jakarta, 1998, hlm.30

³⁷Tjiptono Darmadji & Hendy M.Fakhrudin, *Pasar Modal Di Indonesia : Pendekatan Tanya Jawab*, Jakarta, Salemba Empat, 2001, hlm.167



dengan sistem yang masih manual, masih dilakukan beberapa hal seperti pengecekan warkat saham, penyerahan saham secara fisik dan berbagai proses manual lainnya yang sering menimbulkan berbagai resiko seperti saham hilang, palsu, cacat dan berbagai keterlambatan proses penyelesaian lainnya³⁸.

Dengan perubahan wujud saham dari warkat ke non warkat alias tanpa fisik saham, maka proses penyelesaian menjadi lebih singkat, efisien dan mengurangi berbagai resiko yang melekat pada saham dengan warkat.

Seiring dengan berlakunya *scriptless*, maka di samping dikenal sistem JAST di BEJ, diperkenalkan pula sistem lain yaitu C-BEST (*Central Depository and Book Entry Settlement*) milik KSEI sebagai Kustodian Sentral bagi berlangsungnya sistem *Scriptless Settlement*, dan e-Clears (*Electronic Clearing and Guarantee System*) yaitu sistem yang dimiliki KPEI dalam menjalankan fungsi kliring dan penjaminan transaksi³⁹.

Scriptless Trading merupakan konsekuensi sekaligus tuntutan atas manjupesatnya perkembangan industri sekuritas di Indonesia. Jumlah saham yang tercatat dan beredar meningkat tajam dari waktu ke waktu. Sistem perdagangan yang masih menggunakan warkat (sertifikat saham) akan terus menimbulkan potensi masalah atau kerugian seperti saham hilang, rusak atau palsu. Namun dibalik semua itu, terdapat keuntungan yang akan diperoleh segenap pelaku perdagangan saham diantaranya⁴⁰ :

* Keuntungan bagi Emiten :

- 1) Tidak perlu lagi mencetak sertifikat saham. Hal ini akan menguntungkan karena pada saat IPO misalnya, emiten harus mencetak sertifikat saham dalam jumlah jutaan lembar saham dengan memakan biaya yang begitu besar
- 2) *Corporate action* akan berlangsung secara aman dan lancar.

* Keuntungan bagi Perusahaan Efek/dan Bank Kustodian :

- 1) Efek tidak bergerak secara fisik sehingga kecil kemungkinan terjadi kekeliruan pencatatan
- 2) Tidak perlu lagi ada ruangan khusus untuk penyimpanan saham

³⁸Hasil wawancara dengan Bpk. Taufiq Rahman, Manager Corporate Communication Division BEJ, Jakarta, tanggal 14 November 2001.

³⁹*Ibid.*

⁴⁰Suad Husnan, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Yogyakarta, Edisi Kedua, UPP AMP YKPN, 1996, hlm 56

- 3) Tidak perlu persiapan khusus untuk penyelesaian transaksi
- 4) Tidak perlu lagi mengangkut saham ke KSEI
- 5) Beberapa jenis pekerjaan akan hilang, seperti serah terima saham secara fisik, endorsemen saham.

* Keuntungan bagi Investor :

- 1) Tidak perlu lagi mengambil efek ke perusahaan efek. Hal ini juga dapat menimbulkan resiko misalnya hilang, tercecer atau dicuri
- 2) Tidak perlu bersusah payah lagi menyimpan efek atau menyewa *safety box* di bank
- 3) Efek tersimpan terus di Tempat Penyimpanan Harta (TPH) sehingga tidak mungkin dipalsukan
- 4) Adanya jaminan penyelesaian transaksi tepat waktu, karena proses yang tadinya manual digantikan dengan proses elektronik
- 5) Tidak perlu lagi melakukan registrasi (balik nama) atas saham yang dimiliki
- 6) Dengan meningkatnya kepastian transaksi di bursa, maka investor dapat melakukan perencanaan investasi dengan baik.

* Keuntungan bagi Bursa atau Industri :

- 1) Memberi kepastian hak atas transaksi di bursa
- 2) Perdagangan akan meningkat dan pasar menjadi lebih likuid
- 3) Proses penyelesaian transaksi sederhana dan cepat sehingga memungkinkan penyelesaian transaksi dalam volume besar dan tepat waktu
- 4) Meningkatkan faktor keamanan khususnya dalam penyelesaian transaksi
- 5) Persyaratan bagi penerapan teknologi lebih lanjut yaitu *remote trading* maupun *online trading*
- 6) Meningkatkan *image* pasar modal Indonesia di mata investor global.

Dilihat dari masuknya saham-saham ke dalam sistem KSEI, maka proses *scriptless* (dari warkat menuju tanpa warkat) dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu⁴¹ :

- 1) Bagi emiten yang melakukan penawaran umum, maka secara otomatis *scriptless*, yang berarti emiten tersebut tidak perlu lagi mencetak sertifikat saham. Dalam proses penawaran umum (yang sebelumnya emiten mendistribusikan saham secara fisik kepada investor), emiten hanya mendistribusikan secara elektronik dan selanjutnya tersimpan di Kustodian Sentral (KSEI)
- 2) Terhadap saham-saham yang telah beredar dan telah mengalami perpindahan kepemilikan, maka dilakukan konversi yaitu proses

⁴¹Tjiptono Darmadji, *Opcit*, hlm. 171

penarikan saham-saham yang telah beredar untuk kemudian dikonversi menjadi catatan elektronik atau Rekening Efek di Kustodian Sentral (KSEI)

Melihat kondisi pasar modal Indonesia beberapa tahun terakhir ini, telah pula diambil langkah-langkah untuk menggairahkan pasar modal sehingga tidak semakin terpuruk. Selain upaya-upaya yang telah disebutkan diatas, dilakukan pula upaya lain, yakni⁴² : memperluas basis investor domestik dengan cara mendorong perusahaan efek membuka cabang diberbagai kota besar di Indonesia dan mempercepat penerapan sistem jarak jauh (remote trading system); menghimbau dana pensiun untuk membeli saham yang mempunyai fundamental bagus pada saat harga saham relatif rendah; meningkatkan jumlah perusahaan yang berkualitas di bursa melalui upaya mempercepat proses privatisasi atas beberapa BUMN melalui pasar modal; meningkatkan likuiditas perdagangan bursa dengan pendekatan sistem perdagangan yang terintegrasi tanpa warkat (scripless). Langkah-langkah diatas diharapkan akan dapat mengembalikan kepercayaan investor terhadap pasar modal Indonesia, baik investor dalam negeri maupun luar negeri.

Perusahaan Efek wajib melaporkan Modal Kerja Bersih Disesuaikan dan statistik mengenai kegiatannya setiap bulan kepada Bapepam. Hal-hal yang akan dipantau antara lain jumlah rekening nasabah aktif, jumlah wiraniaga dan jumlah staf bagian operasional. Laporan ini akan memberikan informasi rinci untuk pengembangan industri Efek. Statistik kegiatan penjaminan dan agen penjualan akan membantu Emiten, termasuk BUMN dalam rangka swastanisasi perusahaan negara, untuk menyeleksi Perusahaan Efek yang mempunyai kemampuan pemasaran yang efektif.

Banyak pemodal Indonesia yang mempunyai asset yang cukup untuk berpartisipasi secara langsung di Pasar Modal. Akan tetapi, banyak dari pemodal tersebut memiliki akses untuk mendapatkan pelayanan dari Perusahaan Efek internasional di Pasar Modal asing. Mereka mempunyai harapan yang sangat

⁴²Laporan Kegiatan Pasar Modal Indonesia Tahun 2000, Jakarta, Bapepam, Depkeu & SRO, hlm.5

tinggi terhadap keamanan dan kualitas pelayanan yang wajib diberikan oleh Perusahaan Efek Indonesia.

Pemodal domestik yang memasuki Pasar Modal pada tahun 1989 mengamati bahwa Perantara Pedagang Efek pada saat itu adalah Perusahaan kecil dengan pelayanan yang tidak memadai. Walaupun telah banyak perubahan yang terjadi, akan tetapi masih banyak anggota Bursa yang tidak aktif dan tidak dikelola dengan baik. Hal ini menimbulkan kesan yang negatif mengenai pelayanan Perantara Pedagang Efek.

Agar pemodal domestik menaruh kepercayaan kepada Pasar Modal, setiap Perusahaan Efek wajib memiliki standar operasional dan keamanan yang sepadan dengan bank. Perusahaan Efek harus mempunyai sistem administrasi yang baik sesuai dengan peraturan Bapepam termasuk diantaranya pengendalian intern, pembukuan dan pelayanan terhadap nasabah.

Adanya keharusan untuk mengambil sendiri dividen, saham bonus dan hak-hak lainnya langsung dari Emiten atau BAE merupakan pekerjaan yang cukup memberatkan serta menyita waktu sehingga membuat pemodal domestik tidak tertarik untuk berpartisipasi secara langsung di Pasar Modal. Tidak seperti pemodal kecil di Pasar Modal lainnya, pemodal domestik di Indonesia umumnya tidak mempunyai akses atas jasa kustodian dan riset pemasaran secara cuma-cuma. Jasa dari Bank Kustodian ditujukan kepada pemodal institusi dan terlalu mahal bagi pemodal kecil.

Dengan menggunakan sistem yang dimiliki sendiri atau menggunakan jasa yang ditawarkan oleh LPP, Perusahaan Efek seharusnya mampu memberikan jasa penyimpanan gratis kepada nasabah yang aktif, memberikan laporan bulanan dan jasa pengambilan dividen, serta hak-hak lainnya dari Emiten, melaksanakan hak memesan Efek terlebih dahulu, memproses hak memilih dan pemberian kuasa dalam RUPS, distribusi laporan tahunan dan komunikasi perusahaan lainnya. Tersedianya jasa administrasi Efek yang aman, efisien dan murah merupakan hal pokok untuk pengembangan pasar domestik.

3. Lembaga-Lembaga Yang Berperan Sebagai Pelaku Pasar Modal

Keterlibatan para pelaku pasar modal dalam kegiatan pasar modal bersifat terus menerus, dan merupakan kegiatan yang tidak dapat dipisahkan dengan keberlangsungan hidup lembaga-lembaga itu sendiri. Bahkan sangat menentukan hidup matinya pasar modal. Tanpa peranan para pelaku pasar modal, maka pasar modal tidak dapat hidup. Demikian pula sebaliknya, tanpa pasar modal, para pelaku pasar modal tidak dapat tumbuh dengan wajar dan tidak berkembang dengan baik. Lembaga-lembaga yang berperan sebagai pelaku pasar modal adalah : perusahaan yang *go public* (emiten), pemodal (*investor*), penjamin emisi (*underwriter*), penanggung (*guarantor*), wali amanat (*trustee*), perantara pedagang efek (pialang, *broker*), pedagang efek (*dealer*), perusahaan sekuritas (*securities company*), perusahaan pengelola dana (*investment company*), dan biro administrasi efek. Uraian berikut ini akan menjelaskan pengertian dan peranan dari lembaga-lembaga yang disebut sebagai pelaku utama pasar modal tersebut dan lembaga-lembaga penunjang pasar modal⁴³.

a. Pelaku Utama Pasar Modal

1) Emiten

Melalui pasar modal, perusahaan dapat memperoleh dana jangka panjang, baik berupa modal sendiri (*equity*) maupun modal pinjaman (*bonds*). Apabila ingin memperoleh modal sendiri, maka perusahaan yang bersangkutan dapat menjual saham, dan bila ingin memperoleh pinjaman, maka perusahaan dapat menjual obligasi. Untuk mendapatkan modal melalui penjualan saham atau pinjaman obligasi, maka perusahaan tersebut harus mencatatkan efeknya di pasar

⁴³Lembaga Penunjang Pasar Modal adalah lembaga-lembaga yang menunjang industri Pasar Modal. Oleh karena luasnya lingkup tugas, kegiatan dan wewenang yang tidak bisa sepenuhnya dipegang oleh Bapepam, maka dibentuklah lembaga-lembaga tersebut sesuai dengan keberadaannya masing-masing sesuai dengan ketentuan yang berlaku (pasal 5 ayat (1), Bapepam berwenang untuk memberi :

- a Izin usaha kepada Bursa Efek, LKP, LPP, Reksa Dana, Perusahaan Efek, Penasehat Investasi dan Biro Administrasi Efek
- b Izin orang perorangan bagi Wakil Penjamin Emisi Efek, Wakil Perantara Pedagang Efek dan Wakil Manajer Investasi ; dan
- c Persetujuan bagi Bank Kustodian

modal melalui *go public*⁴⁴. Perusahaan yang memperoleh dana melalui pasar modal disebut **emiten**. Dana tersebut bukan diperoleh dari Bapepam, melainkan dari masyarakat, baik perorangan (individu) atau lembaga (institusi). Masyarakat (individu atau lembaga) yang memberikan dananya pada perusahaan dengan membeli saham atau obligasi yang diterbitkan dan selanjutnya dijual oleh perusahaan, dinamakan pemodal (*investor*). Berbeda dengan bank, dalam praktek perbankan, apabila perusahaan mengambil dana pinjaman dari bank, maka perusahaan yang meminjam itu dinamakan “debitur”.

Sebagaimana tujuan peralihan modal melalui bank atau *leasing*, maka dalam pasar modal, pemanfaatan dana publik didorong oleh tiga tujuan⁴⁵, yakni (a) perluasan usaha atau ekspansi; (b) memperbaiki struktur modal; dan (c) *divestment* atau pengalihan pemegang saham.

a. Perluasan Usaha

Untuk dapat bertahan terhadap pesaing-pesaing, maka suatu perusahaan harus terus tumbuh dan berkembang. Oleh karena itu, pada suatu saat, suatu perusahaan pasti mengalami perluasan dalam aktivitas operasinya (ekspansi). Perluasan dimaksud bisa dalam bentuk peningkatan kapasitas produksi atau perluasan dengan menganeka ragamkan jenis produksi, dan atau dengan keduanya. Untuk mengadakan perluasan, selain harus ditunjang oleh manajemen yang profesional, juga dipergulkan modal, baik untuk investasi pada harta tetap (*fixed assets*), maupun untuk modal kerja (*working capital*). Peningkatan modal yang paling murah adalah yang bersumber dari laba yang ditahan (*retained earnings*). Apabila tidak dapat dipenuhi melalui cara itu, biasanya manajemen perusahaan menengok kepada para pemegang saham. Para pemegang saham diminta untuk meningkatkan modal yang disetor, baik dari saham-saham yang telah ditempatkan, maupun terhadap modal dasar yang belum ditempatkan (diambil). Dalam praktek, tidak jarang para pemegang saham itu tidak dapat memenuhi permintaan untuk meningkatkan modal yang disetor itu. Di lain pihak,

⁴⁴Bagi perusahaan publik, dana yang diperoleh dari proses *go public* ini digunakan untuk ekspansi, memperbaiki struktur permodalan, meningkatkan investasi anak perusahaan, melunasi sebagian hutang serta meningkatkan modal kerja.

⁴⁵Marzuki Usman, Singih Ripat & Syahrir Ika, *Peluang dan Tantangan Pasar Modal Indonesia Menghadapi Era Perdagangan Bebas*, Jakarta, Institut Bankir Indonesia, 1997, hlm 37

perusahaan sudah sangat mendesak memerlukan tambahan modal untuk perluasan. Dalam situasi demikian, perusahaan akan mengambil keputusan untuk memperoleh modal dari luar perusahaan, dengan meningkatkan pinjaman atau menjual saham baru kepada pihak lain, diluar pemegang saham yang sudah ada. Jika tambahan modal ingin ditempuh dengan meningkatkan pinjaman, alternatif yang ada ialah dengan menarik pinjaman dari bank atau menerbitkan obligasi melalui pasar modal. Apabila perusahaan ingin meningkatkan modal dengan meningkatkan modal sendiri (*equity*), dapat dilakukan dengan cara menjual saham. Tetapi apabila perusahaan ingin meningkatkan modal dengan cara menambah modal melalui pinjaman, maka dapat menjual obligasi (*bonds*).

b. Perbaikan Struktur Modal

Pada dasarnya, modal perusahaan terdiri dari modal sendiri (*equity*) dan modal pinjaman (kredit). Setiap pinjaman memerlukan pembayaran bunga. Adakalanya perusahaan menderita rugi hanya karena beban pinjaman, terutama bila pinjaman itu berasal dari mata uang asing yang nilainya selalu naik terhadap nilai uang rupiah. Dalam hal demikian perusahaan akan selalu dibebani pembayaran bunga dan cicilan yang selalu meningkat dalam mata uang rupiah. Bila hal itu berlangsung lama maka perusahaan dapat menjadi bangkrut.

Dalam kondisi seperti itu, maka salah satu tindakan penyelamatan yang dapat dilakukan adalah dengan mengurangi jumlah utang, dan diganti dengan modal saham. Artinya, perusahaan akan menjual saham baru untuk membayar utang yang membawa beban tadi. Tindakan demikian dinamakan restrukturisasi modal (*capital restructurization*), merubah komposisi modal, bagian modal saham menjadi besar dan bagian modal pinjaman menjadi kecil⁴⁶. Dalam situasi bisnis yang menguntungkan, tingkat keuntungan perusahaan lebih tinggi dari beban bunga pinjaman yang dibayar. Bila keadaan itu yang dijumpai, maka penambahan modal melalui pinjaman akan meningkatkan tingkat keuntungan modal sendiri.

⁴⁶S.C Myers & R.A Breatly, *Principles of Corporate Finance*, fourth edition, Mc Graw-Hill, Inc. 1991, hlm.90. Menurutnya tindakan tadi juga akan merubah proporsi relatif dari berbagai sumber modal yang digunakan dalam pendanaan jangka panjang untuk operasi dan investasi perusahaan. Perimbangan pembiayaan perusahaan jangka panjang permanen yang dicerminkan oleh utang jangka panjang, saham preferen dan modal sendiri (modal terdiri dari modal saham, surplus modal dan laba ditahan)

Pengelola perusahaan yang jeli akan merubah struktur modalnya dengan meningkatkan modal pinjaman (obligasi), bila rasio hutang (*debt ratio*) terhadap modal sendiri (*equity*) masih memungkinkan. Jika *debt ratio* tidak menguntungkan, maka perusahaan sebaiknya tidak boleh meningkatkan obligasi melainkan menambah modal sendiri (*equity*).

c. Melaksanakan *divestment* atau Pengalihan Saham Perusahaan

Perusahaan yang *go public* adalah perusahaan-perusahaan yang secara hukum dan daya nyata sudah beroperasi atau menjalankan usahanya. Oleh karena itu, pada dasarnya perusahaan-perusahaan tersebut memiliki beberapa pemegang saham (*share holders*). Dalam kondisi tertentu, karena perkembangan dinamika usaha dari suatu perusahaan, maka perusahaan tersebut bisa mempertimbangkan untuk mengalihkan saham yang dimilikinya kepada pihak lain. Tindakan mengalihkan saham lama kepada pemegang saham baru disebut divestasi (*divestment*)⁴⁷. Media pengalihan saham tersebut dapat dilakukan melalui pasar modal. Caranya adalah, pemilik saham melalui perusahaan dapat menawarkan sahamnya secara umum (*public offering*) melalui pasar modal. Perusahaan *go public* dapat sekaligus melaksanakan ketiga tujuan diatas, yakni memperoleh tambahan dana, atau sekaligus memperbaiki struktur modal, dan juga melakukan pengalihan pemegang saham bila diinginkan pemegang saham.

2) Investor

Investasi berarti aktivitas penanaman modal, sedangkan investor merupakan orang atau badan hukum yang mempunyai uang dan melakukan investasi atau penanaman modal, dan sering disebut pemodal. Pada dasarnya para investor adalah pihak yang memiliki kelebihan dana setelah sebagian dananya dipakai untuk konsumsi. Walaupun banyak orang ataupun badan hukum yang memiliki kelebihan dana, akan tetapi hanya sedikit diantara mereka yang mampu

⁴⁷Tindakan divestasi ini sebagai akibat pengurangan kepemilikan atas suatu perusahaan sebagai akibat penjualan sebagian saham perusahaan tersebut kepada pihak lain atau kepada masyarakat. Seharusnya tindakan divestasi merupakan urusan intern perusahaan bersangkutan tanpa ada intervensi pihak lain, namun yang terjadi di sini adalah ikut campur tangannya pemerintah akibat kepentingan tertentu di samping alasan untuk menyelamatkan asset perusahaan bersangkutan, sebagaimana terjadi pada kasus Bank BCA serta Bank Niaga.

melakukan alokasi investasi secara lebih menguntungkan. Perbedaan pengelolaan kelebihan dana ini disebabkan karena perbedaan dalam tingkat pendidikan, akses terhadap informasi dan berbagai kebijakan pemerintah yang mengatur mengenai masalah-masalah yang berhubungan dengan investasi. Sejak pemerintah mendorong masyarakat (pengusaha) untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi, istilah investor semakin memasyarakat. Melalui Undang-undang PMA, kita mengenal investor domestik dan investor asing. Investor domestik adalah para pemodal yang berkedudukan, baik perorangan maupun badan hukum di Indonesia. Sedangkan investor asing adalah orang atau badan asing, yang menanamkan modalnya di Indonesia. Penanaman modal (investasi) yang dimaksud adalah melakukan penanaman modal secara langsung (*direct investment*) untuk mendirikan dan mengoperasikan perusahaan yang dapat memproduksi barang atau jasa yang diperlukan masyarakat⁴⁸.

Setiap orang yang ingin mendirikan perusahaan, oleh undang-undang diharuskan mempunyai modal awal yang besarnya berbeda-beda tergantung bidang usaha atau jenis industri yang akan dibuka. Modal awal tersebut harus ditanggung oleh para pendiri perusahaan tersebut. Apabila mereka memerlukan modal untuk perluasan perusahaan yang mereka sendiri tidak dapat memenuhinya, maka mereka boleh menawarkan kepada pihak lain untuk ikut menanamkan modalnya dalam perusahaan mereka. Para investor yang baru datang menyerahkan modalnya untuk perluasan perusahaan tersebut juga dinamakan pemodal, seperti halnya pemodal sendiri. Penawaran kepada pihak lain untuk ikut serta sebagai pemodal dapat dilakukan oleh perusahaan dengan dua cara. Pertama, dengan melakukan penawaran terbatas kepada pihak tertentu, tidak dilakukan melalui media pasar modal dengan cara *go public*. Dengan masuknya pemodal baru ke dalam perusahaan, maka perusahaan yang bersangkutan akan diawasi kegiatannya oleh banyak pemodal sehingga dapat mendorong perusahaan tersebut untuk bekerja secara efisien.

⁴⁸I Nyoman Tjager & Yudi Pramadi, *Pasar Modal Dalam Menghadapi Persaingan Internasional Pada Era Globalisasi*, Jakarta, Institut Bankir Indonesia, 1997, hlm.53

Namun demikian, tidak semua pemilik perusahaan bersedia menawarkan kepada pihak lain untuk ikut memiliki perusahaan secara bersama-sama. Eksekutif yang bertindak seperti ini cenderung berpendapat bahwa dengan semakin banyak orang yang memiliki perusahaan akan semakin menurunkan hak dan wewenang dalam mengatur perusahaan. Tetapi alasan lain yang barangkali rasional adalah perusahaan yang bersangkutan masih memiliki modal yang cukup atau likuid. Akan tetapi bagi eksekutif yang lain, perusahaan harus dikelola secara profesional dan terus dikembangkan untuk meraih peluang-peluang bisnis yang semakin terbuka dan menghadapi tingkat persaingan yang semakin tinggi. Maka perusahaan tersebut terbuka bagi siapa saja yang ingin ikut tergabung memiliki perusahaannya. Eksekutif yang bertindak terbuka ini memberikan kemungkinan kepada masyarakat yang memiliki kelebihan modal agar dapat memanfaatkan dananya untuk dikelola secara lebih efisien dengan penghargaan hasil atau nilai tambah yang lebih tinggi. Baik perusahaan yang ingin menawarkan sahamnya maupun orang atau lembaga yang ingin menanamkan modal dapat mewujudkan keinginannya melalui instrumen pasar modal.

Bagi pemodal, ada dua kesempatan untuk menanamkan modalnya di pasar modal dengan tujuan investasi yang berbeda. Kesempatan pertama adalah pada pasar perdana (*primary market*) dan kesempatan kedua adalah pada pasar sekunder (*secondary market*)⁴⁹ :

a. Kesempatan pada pasar perdana (*primary market*), yakni kesempatan antara saat izin *go public* diberikan kepada perusahaan sampai dengan waktu tertentu sesuai dengan perjanjian emiten dan penjamin emisinya. Pada masa itu saham ditawarkan di luar bursa dengan harga yang disepakati emiten dan penjamin emisinya.

b. Kesempatan pada pasar sekunder (*secondary market*), yakni kesempatan setelah saham perusahaan tersebut terdaftar (*listed*) di bursa. Setelah

⁴⁹Menurut UU PM pasal 1 angka 6, pihak yang menyelenggarakan kegiatan tersebut adalah emiten. Tindakan tersebut mengacu kepada kegiatan yang dilakukan perusahaan yang menjual sebagian sahamnya kepada masyarakat investor melalui penawaran umum (pasar perdana). Saham yang telah dijual kepada investor tersebut akan diperjualbelikan kembali antar-investor melalui Bursa Efek.

masa pasar perdana ditutup, perusahaan mendaftarkan sahamnya di bursa, setelah itu baru pasar sekunder dapat dimulai operasinya.

Berdasarkan tujuan investasi, maka para pemodal di pasar modal itu dapat dikelompokkan menjadi 4 kelompok, yakni untuk memperoleh dividen, untuk berdagang, untuk memiliki perusahaan, dan untuk berspekulasi⁵⁰ :

a. Pemodal yang bertujuan memperoleh dividen

Bagi pemodal yang membeli saham suatu perusahaan untuk memperoleh dividen biasanya mengincar perusahaan-perusahaan yang sudah sangat stabil. Keadaan perusahaan yang demikian menjamin kepastian adanya keuntungan yang relatif stabil. Harapan utama investor kelompok ini adalah memperoleh dividen yang cukup, dan terjamin setiap tahun. Keinginan untuk memperoleh kenaikan harga saham (*capital gain*). Biasanya pemodal yang tergolong dalam kelompok ini adalah orang atau lembaga yang mengharapkan penghasilan tetap, seperti pensiunan, pengelola dana pensiun, dan asuransi. Dilatarbelakangi keinginan yang demikian, maka pemodal dari kelompok ini tidak aktif dalam perdagangan saham di bursa.

b. Pemodal yang bertujuan berdagang

Pada dasarnya, harga saham-saham yang diperdagangkan di bursa efek bergerak secara tidak tetap, kadang-kadang naik, kadang-kadang turun, tergantung pada kekuatan permintaan dan penawaran. Perubahan harga itu menarik bagi

beberapa kalangan pemodal untuk mengambil posisi sebagai pedagang, dengan memperjualbelikan saham-saham di bursa. Tujuan utama pembelian saham adalah untuk memperoleh keuntungan dari selisih positif harga beli dengan harga jual beli saham itu. Mereka membeli saham pada saat harga suatu menurun, dan akan menjualnya kembali pada saat harga saham meningkat kembali. Kelompok pemodal seperti inilah yang aktif dalam kegiatan berdagang di bursa. Berbeda dengan kelompok pemodal yang pertama, mereka yang berjiva pedagang, akan terjun secara perorangan atau membentuk perusahaan untuk bergerak dalam perdagangan efek.

⁵⁰Marzuki Usman, Singgih Ripat & Syahrir Ika, *Opcit*, hlm. 50-58

c. Kelompok yang berkepentingan dalam pemilikan perusahaan

Ada kelompok pemodal yang tidak tertarik untuk memperoleh dividen atau *capital gain*, melainkan hanya untuk memiliki perusahaan. Keikutsertaan mereka dalam suatu perusahaan adalah sebagai pemilik perusahaan (*owners*). Oleh karena itu, pemodal pada kelompok ini cenderung memilih saham perusahaan-perusahaan yang sudah punya nama dan reputasi baik. Mereka tidak mudah menjadi panik atau gelisah bila terjadi perubahan harga saham yang kurang berarti. Mereka tidak tertarik untuk menjual sahamnya hanya karena pertimbangan dividen atau harga. Oleh karena itu, kelompok ini juga tidak aktif dalam perdagangan saham di bursa efek. Pada umumnya orang-orang yang bergabung dalam kelompok pemodal ini adalah pemodal yang telah mempunyai kehidupan mapan, dan benar-benar berniat melakukan investasi dalam perusahaan.

d. Kelompok Spekulator

Kelompok spekulator adalah kelompok orang atau individu yang melakukan aksi beli atau aksi jual suatu saham berdasarkan faktor-faktor spekulasi. Dalam pasar modal, para pedagang efek di spekulator tidak selalu bertindak tanpa rasional. Kadang-kadang mereka rasional dengan menganalisis informasi-informasi tentang perusahaan, ekonomi dan politik sehingga pada dasarnya mereka juga dapat mengukur risiko investasi. Dalam praktek, memang sebagian pemodal yang tergolong spekulator ini sering mengambil keputusan investasi tanpa rasional sehingga masyarakat sering menganggap para pemodal tersebut berbuat judi. Kelompok spekulator ini lebih menyukai saham-saham perusahaan yang belum berkembang, tetapi diyakini akan berkembang dengan baik.

Pada umumnya, dalam setiap kegiatan pasar modal, para spekulator ini mempunyai peranan yang cukup besar dalam meningkatkan aktivitas pasar modal, dan meningkatkan likuiditas saham. Umumnya kelompok pemodal spekulator adalah orang-orang yang dinamis, berjiwa muda dan cepat tanggap terhadap situasi yang berkembang, baik ekonomi, sosial dan politik.

b. Lembaga Penunjang Pasar Modal

Salah satu lembaga yang memiliki peran strategis dalam mendorong pengembangan pasar modal adalah lembaga penunjang. Lembaga ini berfungsi sebagai penunjang atau pendukung beroperasinya pasar modal. Keberadaan lembaga penunjang pasar modal merupakan salah satu faktor penting untuk dapat berkembangnya pasar modal. Berbagai aturan main dan beberapa sifat yang berlaku khusus di pasar modal membutuhkan adanya lembaga penunjang khusus pasar modal. Paling tidak, terdapat lima aktivitas khusus yang membutuhkan peran lembaga-lembaga penunjang pasar modal, yakni⁵¹ :

- a. Perusahaan yang menawarkan efek, membatasi waktu penjualan efeknya, tetapi mengharapkan dana yang diinginkannya dapat diperoleh dalam waktu yang ditentukan.
- b. Perdagangan efek mengambil tempat yang telah ditentukan, pada hari-hari tertentu pada jam-jam tertentu.
- c. Barang yang diperdagangkan itu hanya surat-surat, karena itu dinamakan surat-surat berharga. Surat-surat berharga itu berkaitan langsung dengan perusahaan (emiten) yang menerbitkannya.
- d. Perdagangan surat-surat berharga itu dapat dilaksanakan apabila ada calon pemodal yang percaya pada emiten yang mengeluarkan surat-surat berharga tersebut.
- e. Kepercayaan kepada emiten bisa timbul karena faktor-faktor yang berasal dari dalam perusahaan itu sendiri misalnya reputasi komisaris, reputasi direksi, kemampuan bekerja secara efisien, kemampuan memperoleh laba dan sebagainya. Dalam menjalankan fungsinya, posisi lembaga penunjang berada di antara emiten dan pemodal. Mereka menyediakan jasa yang diperlukan oleh emiten atau investor, atau untuk kedua-duanya.

Beberapa lembaga penunjang yang akan dibahas peranannya antara lain Biro Administrasi Efek (BAE), Kustodian, Wali Amanat, Penasehat Investasi, Pemingkat Efek, Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian dan Lembaga Kliring dan Penjaminan.

1) Biro Administrasi Efek

Biro Administrasi Efek (BAE) adalah salah satu lembaga penunjang pasar modal yang memegang peranan penting di dalam menyelenggarakan

⁵¹Justitia Tripurwasani, *Bapepam dan Peranan lembaga Penunjang terhadap Kinerja Bursa Efek*, Jakarta, Berita Pasar Modal No 23 Edisi Maret 2001, hlm.10

administrasi perdagangan efek, baik pada pasar perdana maupun pada pasar sekunder.

Sebagai lembaga penunjang, BAE menyediakan jasa / pelayanan kepada emiten dalam bentuk pencatatan dan pemindahan kepemilikan efek-efek emiten tertentu. Penyerahan efek kepada yang berhak dan menerima efek untuk disimpan oleh BAE adalah merupakan kegiatan sehari-hari yang dilakukan oleh BAE. Selain itu BAE juga menyampaikan laporan tahunan kepada emiten tentang posisi efek-efek yang ditanganinya. Khusus pada persiapan penawaran umum di pasar perdana, BAE juga membantu emiten di dalam pencatatan efek. Pada intinya BAE membantu emiten untuk mengadministrasikan seluruh kegiatan yang berkaitan dengan efek-efek yang ditawarkan oleh emiten kepada masyarakat dengan biaya yang lebih ekonomis dari pada administrasi tersebut dilakukan sendiri oleh emiten.

Perusahaan-perusahaan yang telah melakukan emisi akan menghadapi kegiatan yang lebih banyak dibanding dengan sebelum perusahaan tersebut menjadi perusahaan *go public*. Sebelum *go public*, jarang terjadi perubahan pemegang saham dari perusahaan yang bersangkutan. Karena itu biasanya daftar pemegang saham jarang dibuka-buka. Umumnya jumlah para pemegang saham sebelum *go public* sangat sedikit dan dengan mudah sekali dikenal orangnya, sehingga jika ada informasi yang harus disampaikan kepada para pemegang saham, biasanya tidak terlalu sulit. Setelah suatu perusahaan *go public*, seringkali terjadi mutasi pemegang saham, apalagi saham perusahaan tersebut sangat sering ditransaksikan di lantai bursa. Kerumitan sering terjadi karena para pemegang saham tersebut tersebar di mana-mana, baik di Jawa maupun di luar Jawa bahkan di luar negeri. Di sisi lain, hak-hak mereka sama dan harus dipenuhi oleh perusahaan. Dalam kondisi demikian para pemegang saham semakin sulit dikenal identitasnya, dan dari segi manajemen penyimpanan saham pun menjadi semakin rumit. Oleh karena itu diperlukan perhatian dan waktu yang khusus untuk mengadministrasikan efek-efek tersebut. Apabila pemodal atau emiten melakukan pencatatan dan penyimpanan sendiri akan menambah kegiatan dan waktu. Namun

demikian, dengan sistem perdagangan tanpa surat, fungsi BAE akan semakin berkurang.

Lingkup kegiatan dari BAE adalah memberikan pelayanan yang sebaik-baiknya kepada Emiten dan masyarakat pemodal pada umumnya. BAE wajib menjaga sebaik-baiknya setiap efek maupun catatan pembukuan yang ditanganinya, serta membuat salinan dari catatan pembukuan efek-efek dan menyimpannya di tempat tersendiri yang aman.

Untuk menjamin terselenggaranya pengadministrasian efek dengan baik, karena menyangkut kecermatan, kecepatan dan nilai uang yang relatif besar, maka kontrak antara Emiten dengan BAE harus dibuat secara notaril. Dengan demikian, semua hal yang berkaitan dengan tugas dan kewajiban BAE dalam kaitannya dengan jasa menyelenggarakan administrasi efek, pemindahan pemilikan penyerahan atau penerimaan efek serta biaya yang dipungut untuk jasa-jasa tersebut wajib diuraikan di dalam kontrak.

BAE dan Emiten sama-sama bertanggung jawab kepada setiap efek atas kerugian yang terjadi akibat kelalaian di dalam melakukan kewajibannya sebagaimana ditetapkan dalam kontrak Emiten dan BAE, misalnya kelalaian sehingga melampaui batas waktu penyelesaian administrasi efek yang telah ditetapkan Ketua Bapepam.

Secara berkala, minimal satu kali dalam satu tahun, kewajiban operasional BAE wajib diperiksa Akuntan Publik yang sudah terdaftar di Bapepam. Selanjutnya laporan hasil audit tersebut disampaikan oleh BAE, baik kepada Ketua Bapepam maupun kepada Emiten yang menjadi nasabah BAE.

2) Kustodian (Tempat Penitipan Harta)

Kustodian adalah lembaga yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lainnya yang berkaitan dengan efek serta jasa lain, menerima bunga, dividen, dan hak-hak lain menyelesaikan transaksi efek dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya. Berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pihak yang dapat melakukan kegiatan usaha sebagai Kustodian adalah Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP), perusahaan efek atau bank umum yang telah mendapat persetujuan Bapepam.

Kustodian yang menyelenggarakan kegiatan penitipan bertanggung jawab untuk menyimpan efek milik pemegang rekening dan memenuhi kewajiban lain sesuai dengan kontrak antara Kustodian dengan pemegang rekening tersebut. Undang-undang mensyaratkan agar efek yang dititipkan pada Kustodian wajib dibubukan dan dicatat secara tersendiri dan bukan merupakan bagian dari harta Kustodian tersebut. Kustodian dapat mengeluarkan efek atau dana yang tercatat pada rekening efek atas perintah tertulis dari pemegang rekening atau pihak yang diberi wewenang untuk bertindak atas namanya⁵².

Apabila pemegang rekening mengalami kerugian atas kesalahan pihak Kustodian, maka pihak Kustodian wajib memberikan ganti rugi kepada pemegang rekening tersebut. Sebagai lembaga penunjang pasar modal, Kustodian memberikan jasa berupa⁵³ :

- a. Menyediakan tempat penitipan harta yang aman bagi surat-surat berharga (efek).
- b. Mencatat / membukukan semua titipan pihak lain secara cermat.
- c. Mengamankan semua penerimaan dan penyerahan efek untuk kepentingan pihak yang diwakilinya.
- d. Mengamankan pemindahtanganan efek.
- e. Menagih dividen saham, bunga obligasi dan hak-hak lain yang berkaitan dengan surat berharga yang dititipkan.

Tempat penitipan harta juga memberikan jasa penyelesaian transaksi dan banyak jasa-jasa lain yang justru penting artinya bagi penyelenggaraan Pasar Modal. Selain itu, tempat penitipan harta juga mempunyai kewajiban dalam rangka penyelenggaraan jasa-jasa berupa⁵⁴ :

⁵²Sebagai pengecualian, kustodian dapat memberikan informasi mengenai rekening efek tersebut kepada :

- a. pihak yang ditunjuk secara tertulis oleh pemegang rekening atau ahli waris pemegang rekening
- b. polisi, jaksa atau hakim untuk peradilan perkara pidana
- c. pengadilan untuk kepentingan peradilan perkara perdata atas permintaan pihak-pihak yang berperkara
- d. pejabat pajak untuk kepentingan bersama

⁵³Marzuki Usman, Singgih Ripat & Syahrir Ika, *Opcit*, hlm.54.

⁵⁴Berkaitan dengan hal tersebut, diperlukan kerahasiaan di pasar modal terutama dalam hubungannya dengan kerahasiaan terhadap rekening efek pada kustodian. Berdasarkan hal tersebut, menurut pasal 44 ayat (1) UU PM dinyatakan bahwa Kustodian yang menyelenggarakan kegiatan penitipan wajib untuk menyimpan efek milik pemegang rekening dan memenuhi kewajiban lain sesuai dengan kontrak antara kustodian dan pemegang rekening dimaksud.

- a. Membuat kontrak dengan nasabahnya atau pihak lain termasuk reksa dana dengan merinci semua jasa yang diberikan.
- b. Menyimpan semua surat berharga yang dipercayakan kepadanya di tempat penyimpanan yang aman dari kebakaran, pencurian dan kerusakan.
- c. Menyerahkan surat berharga atau uang yang dititipkan kepadanya atas permintaan tertulis dari pihak penitip atau pihak yang secara sah mewakili pihak penitip.
- d. Mencatat dan membukukan semua surat berharga yang dipercayakan kepadanya, dan membuat salinan dari catatan pembukuannya untuk disimpan di tempat yang terpisah dan aman.
- e. Membuka diri terhadap pemeriksaan oleh Akuntan yang terdaftar di Bapepam atas kegiatan operasionalnya, dan hasil laporan pemeriksaan tersebut harus disampaikan kepada Bapepam dan kepada semua para nasabahnya.

Kehadiran tempat penitipan harta ini juga sangat berguna bagi reksadana, karena dana yang dihimpun reksadana dari para pemodal (investor) tidak disimpan oleh reksadana ataupun manajer investasi, melainkan disimpan oleh tempat penitipan harta. Baik uang maupun harta berupa surat-surat berharga milik reksadana harus dititipkan pada tempat penitipan harta dengan perjanjian kontrak antara reksadana dengan tempat penitipan harta.

3) Wali Amanat (*Trustee*)

Wali Amanat (*trust agent*) adalah lembaga yang dipercaya untuk mewakili kepentingan seluruh pemegang obligasi atau sekuritas kredit. Peranan Wali Amanat diperlukan dalam emisi obligasi. Selain peranan tersebut, Wali Amanat juga berperan sebagai pemimpin dalam Rapat Umum Pemegang Obligasi (RUPO).

Kewajiban utama Wali Amanat adalah mewakili para pemegang obligasi dan sekuritas kredit, baik di dalam maupun di luar pengadilan mengenai pelaksanaan hak-hak pemegang obligasi atau sekuritas kredit sesuai dengan syarat-syarat emisi, kontrak perwaliamentan, atau berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku. Wali Amanat juga wajib melaksanakan kewajiban sebagaimana dimaksud dalam kewajiban di atas dengan penuh tanggung jawab dan wajib bertindak secara bijaksana, semata-mata demi kepentingan para pemegang obligasi atau sekuritas kredit. Wali Amanat

bertanggung jawab kepada para pemegang obligasi atau sekuritas kredit untuk setiap kerugian yang diderita akibat dari kelalaian, kecerobohan atau tindakan-tindakan yang disebabkan oleh adanya pertentangan kepentingan dalam hubungannya dengan tugas-tugas Wali Amanat sebagaimana tercantum di dalam kontrak perwaliamanatan. Peranan Wali Amanat diperlukan dalam setiap emisi obligasi, oleh karena pemegang obligasi jumlahnya begitu banyak tidak mungkin dapat membuat kontrak dengan Emiten secara terpisah.

4) Penasehat Investasi

Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyebutkan Penasehat Investasi adalah pihak yang memberikan nasehat kepada pihak lain mengenai penjualan dan pembelian efek, dengan mendapatkan imbalan jasa. Untuk melindungi kepentingan dan keamanan nasabah atau masyarakat luas, telah ditetapkan pula bahwa pihak yang dapat melakukan kegiatan usaha ini adalah perseorangan atau perusahaan yang telah memperoleh izin usaha dari Bapepam.

Pada penjelasan UU tentang pasar modal disebutkan bahwa kegiatan usaha Penasehat Investasi pada dasarnya dilandasi oleh adanya kepercayaan dari nasabah. Oleh karena itu, dalam melaksanakan kegiatannya Penasehat Investasi harus mendahulukan atau menjaga kepentingan nasabahnya sepanjang kepentingan nasabah tersebut tidak bertentangan dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku dan wajib menghindari segala tindakan yang bertentangan dengan kepentingan nasabah yang bersangkutan.

Pada banyak aktivitas, banyak kesamaan antara Perusahaan Efek dengan Penasehat Investasi. Kesamaan itu bahkan sampai ke dapur atau *back office*, misalnya dalam hal pemeliharaan buku catatan dan administrasi Efek (*record keeping requirement*) yang setiap saat dapat diketahui oleh nasabah untuk kepentingan pembuktian⁵⁵.

Persyaratan pendirian sebagai Penasehat Investasi yang akan menjalankan fungsi rating antara lain : harus berbentuk Perseroan, mempunyai modal disetor minimal Rp. 500.000.000,- (lima ratus juta rupiah), dan memiliki

⁵⁵Syafril Hendrik, *Penasehat Investasi, Lembaga atau Profesi Penunjang*, Jakarta, Berita Pasar Modal No 18 Edisi September 2000, hlm.8

sekurang-kurangnya seorang direktur yang mempunyai pengetahuan di bidang pemeringkat efek. Penasehat Investasi yang berbentuk perusahaan, setidaknya wajib memiliki seorang tenaga ahli yang memiliki izin perorangan sebagai Wakil Manajer Investasi (WMI). Izin WMI (*individual licence*) ini hanya diberikan kepada orang yang memiliki keahlian di bidang analisa efek dan pengelolaan portofolio efek. Karena mereka memperoleh kompensasi atas jasa tersebut, mereka diharuskan memenuhi persyaratan tertentu seperti keahlian dalam bidang analisa efek⁵⁶.

Pada beberapa situs internet disebutkan bahwa *Investment Adviser are in the business of giving advice about securities to clients. For instance, if they receive compensation for giving advice to a specific person on investing in stocks, bonds or mutual funds*⁵⁷. Persyaratan untuk mendapat lisensi sebagai the Investment Advisers ini adalah setidaknya mereka telah lulus ujian standar profesi yang berstandar internasional seperti CFA (*Charetered Financial Analys*) dan CFP (*Certified Financial Planning*).

5) Pemeringkat Efek

Pemeringkat Efek adalah perusahaan swasta yang melakukan peringkat/ranking atas efek yang bersifat utang (seperti obligasi). Tujuan pemeringkatan adalah untuk memberikan pendapat (independen, obyektif dan jujur) mengenai resiko suatu efek utang. Sesuai SK Bapepam No 50/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996 bahwa setiap obligasi yang akan masuk ke pasar modal harus diperingkat, hal ini didasarkan pada manfaat yang dapat diperoleh baik bagi emiten maupun bagi investor.

Pada dasarnya manfaat pemeringkatan efek bagi investor adalah⁵⁸ :

- 1) Memberikan informasi atas resiko suatu investasi yang dilakukan investor khususnya investasi atas surat berharga utang
- 2) Sebagai sarana dalam menentukan tingkat kembalian yang wajar
- 3) Penghematan biaya dalam mendapatkan informasi resiko suatu investasi
- 4) Perspektif pilihan investasi yang beragam sesuai resiko yang melekat

⁵⁶ *Ibid*, hlm.9

⁵⁷ Dapat diakses pada situs www.feeonly.com atau www.napfa.com

⁵⁸ Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Yogyakarta, Edisi I, BPFE, 1998, hlm. 26

5) Meningkatkan likuiditas portofolio investasi

Pemeringkat efek dalam memberikan penilaian umumnya memerlukan dokumen-dokumen : Laporan Keuangan 5 tahun terakhir, Laporan Tahunan, Prospektus dan Info Memo yang pernah diterbitkan selama 5 tahun atau seumur obligasi. Sedangkan produk pemeringkatan ada 2 yaitu⁵⁹ :

- 1) Pemeringkatan perusahaan (*Company rating*) yang didasarkan atas kelayakan kredit yang dimiliki oleh perusahaan relatif pada kelayakan kredit dari perusahaan lain di Indonesia.
- 2) Pemeringkatan efek utang yang dikeluarkan perusahaan (*Debt Issue Specific Rating*) adalah kemampuan obligor untuk membayar kembali kewajibannya atas efek utang yang telah diterbitkan, baik mengenai sumber pendanaannya dan rencana penyisihan pembayaran utang serta tingkat keamanannya.

Adapun proses pemeringkatan suatu efek adalah sebagai berikut :

1. Permohonan Pemeringkatan :
 - a. Penyampaian permohonan oleh klien
 - b. Penyampaian data informasi yang dibutuhkan
 - c. Pembayaran biaya pemeringkatan
2. Persiapan Pemeringkatan :
 - a. Penunjukan Tim Pelaksanaan Pemeringkatan
 - b. Mempelajari data dan informasi yang disampaikan klien untuk mendapatkan gambaran umum mengenai kondisi perusahaan dan industrinya
3. Analisis Pemeringkatan :
 - a. Analisis resiko industri
 - b. Analisis aspek-aspek keuangan dan non keuangan untuk mendapat gambaran tentang kapasitas keuangan, prestasi keuangan dan kemampuan manajemen
4. Peninjauan langsung ke perusahaan, proyek dan pabrik yang terkait untuk mendapatkan konfirmasi dan penjelasan lebih lanjut
5. Wawancara dengan direksi, pemasok, pemberi pinjaman dan pihak-pihak lain yang terkait guna mendapatkan informasi yang dibutuhkan
6. Penentuan Peringkat ; dan
7. Pengumuman Hasil Peringkat dan Pementauan

⁵⁹ Bayu Husodo, *Pemeringkat Efek "Apakah Masih Diperlukan?"*, Jakarta, Berita Pasar Modal No 31 Edisi Oktober 2001, hlm.9

6) Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP)

Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian adalah lembaga/perusahaan yang menyelenggarakan kegiatan kustodian sentral (tempat penyimpanan terpusat) bagi Bank Kustodian, Perusahaan Efek dan Pihak lain. Saat ini diselenggarakan oleh PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (Bank Kustodian itu sendiri adalah bank yang bertindak sebagai tempat penyimpanan dan penitipan uang, surat-surat berharga maupun barang-barang berharga).

Di era perdagangan tanpa warkat (*scriptless trading*) yang saat ini tengah berjalan, maka peran KSEI akan menjadi semakin besar karena LPP akan berfungsi penuh sebagai Kustodian Sentral di mana semua efek akan disentralisasi dalam bentuk catatan elektronik. LPP merupakan Kustodian bagi semua Kustodian lain yang melakukan perdagangan efek di bursa efek. Oleh karena itu, jasa Kustodian yang tersedia di LPP harus lengkap, antara lain dalam bidang penatausahaan rekening efek untuk menyimpan kas dan efek, penerimaan dan distribusi deviden, bunga, pokok pinjaman, saham bonus dan hak-hak lainnya, pemindahan efek keluar dan masuk penitipan kolektif, pemindahan efek dari suatu rekening ke rekening lainnya berdasarkan instruksi dengan atau tanpa pembayaran, penjualan hak atau pecahannya dan pelaksanaan hak yang timbul dari pemilikan efek, serta pembayaran pajak maupun penerimaan restitusi pajak⁶⁰.

Di samping itu, LPP juga dapat memberikan jasa-jasa lain seperti penyampaian laporan mengenai tindakan emiten yang perlu diketahui oleh pemegang saham, pelaksanaan pemberian kuasa untuk hadir dan memberikan suara dalam RUPS, pemberian informasi kepada emiten mengenai kepemilikan efek dalam penitipan kolektif, dan pelaporan kegiatan rekening efek. Saat ini tengah berjalan suatu proses yang disebut Konversi yaitu suatu proses di mana semua saham yang ada saat ini (Amasih dalam bentuk sertifikat) akan dikonversi ke dalam bentuk catatan elektronik yang dimiliki KSEI yaitu sistem C-BEST. Dengan sistem demikian, di mana yang tercatat adalah Rekening Efek, maka penyelesaian transaksi menjadi lebih efektif dan efisien karena penyelesaian

⁶⁰Rencana Pengembangan Pasar Modal Lima Tahun 1996-2000, Jakarta, Bapepam, hlm. 25

transaksi cukup dilakukan dengan sistem pemindahbukuan (*book entry settlement*) dari satu rekening ke rekening lainnya.

7) Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP)

Adalah salah satu lembaga pendukung terselenggaranya kegiatan sistem pasar modal secara lengkap, selain lembaga penyimpanan dan penyelesaian. Lembaga ini yang menyelenggarakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa.

LKP saat ini diselenggarakan oleh PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI). Sesuai dengan fungsinya, lingkup kerja KPEI antara lain :

- 1) Melakukan kliring atas semua transaksi bursa pada Bursa Efek di Indonesia. Kliring adalah proses penentuan hak dan kewajiban anggota bursa yang timbul dari transaksi bursa. Dengan adanya kliring maka tercipta suatu sistem pelaporan dan konfirmasi transaksi bursa, kejelasan posisi hak dan kewajiban penyelesaian transaksi bursa, peluang penanggulangan potensi kegagalan penyelesaian, serta adanya catatan dokumentasi yang baik
- 2) Melakukan penjaminan penyelesaian transaksi bursa. Penjaminan berfungsi untuk memberikan kepastian dipenuhinya hak dan kewajiban anggota bursa yang timbul dari transaksi bursa.
- 3) Dalam waktu dekat, KPEI akan menyediakan fasilitas Pinjam Meminjam Efek (*securities lending and borrowing*), yang diselenggarakan untuk membantu atau menunjang anggota kliring dalam penyelesaian transaksi bursa serta keperluan perdagangan lainnya, seperti perdagangan margin sesuai dengan Peraturan Bapepam No V.D.6 Kep-09/PM/1997 tanggal 30 April 1997 tentang Pembiayaan Penyelesaian Transaksi Efek oleh Perusahaan Efek bagi nasabah. Selain itu, fasilitas Pinjam Meminjam Efek juga digunakan untuk mengantisipasi kegagalan penyelesaian transaksi bursa oleh anggota kliring.

c. Profesi Penunjang Pasar Modal

Profesi penunjang pasar modal⁶¹ adalah lembaga profesi yang karena fungsinya dapat memberikan pemeriksaan, penilaian atau nasihat-nasihat kepada para pelaku pasar modal. Profesi penunjang yang dimaksud meliputi : Akuntan Publik, Notaris, Konsultan Hukum, dan Perusahaan Penilai. Pengertian dan fungsi

⁶¹Profesi Penunjang pasar modal telah diatur dalam UU No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan Peraturan pelaksanaannya. Sebagai salah satu pelaku pasar modal, profesi penunjang pasar modal turut bertanggung jawab dalam mengembangkan pasar modal. Tanggung jawab utama dari profesi penunjang pasar modal adalah membantu emiten dalam proses *go publik*.

dari para profesi penunjang pasar modal secara umum dapat dijelaskan sebagai berikut :

1) Akuntan Publik

Akuntan Publik memegang peranan kunci dalam menjamin kewajaran penyajian informasi keuangan. Informasi terpenting yang dimuat dalam setiap pernyataan pendaftaran efek adalah laporan keuangan perusahaan. Dengan demikian Akuntan Publik bertanggung jawab terhadap kewajaran laporan keuangan yang disusun berdasarkan prinsip akuntansi yang berlaku umum serta peraturan Bapepam. Prinsip akuntansi yang berlaku umum diartikan sebagai Prinsip Akuntansi Indonesia (PAI) yang disusun oleh Ikatan Akuntansi Indonesia (SK Menteri Keuangan Nomor 859/KMK.01/1987).

Dalam melakukan pemeriksaan atas laporan keuangan Akuntan Publik tunduk kepada Norma Pemeriksaan Akuntan (NPA) yang juga disusun oleh profesi akuntan. NPA ini mengatur standar pemeriksaan (*auditing standards*) yang harus diikuti oleh setiap akuntan publik dalam melakukan pemeriksaan terhadap laporan keuangan. Standar pemeriksaan ini memberikan pedoman bagi akuntan tentang bagaimana merencanakan pemeriksaan, melakukan pemeriksaan di lapangan, serta melaporkan pendapatnya atas hasil pemeriksaan secara profesional.

Sesuai dengan NPA, akuntan tidak diwajibkan untuk melakukan pemeriksaan tentang seluruh transaksi yang ada di perusahaan (*full audit*), namun Akuntan Publik diperkenankan untuk melakukan pemeriksaan atas dasar sampling. Dengan demikian, harus disadari bahwa laporan keuangan yang disajikan kemungkinan dapat mengandung kesalahan. Oleh karena itu, dalam memberikan pendapatnya, Akuntan Publik menyatakan kewajaran dan bukan kebenaran atas laporan keuangan.

Apabila terdapat kesalahan, maka hal ini terlebih dahulu dikaji apakah kesalahan tersebut merupakan tanggung jawab akuntan atau tidak. Sepanjang akuntan telah melakukan pemeriksaan sesuai dengan NPA, maka akuntan yang bersangkutan tidak dapat dibebani tanggung jawab atas kesalahan tersebut.

Namun, apabila dapat dibuktikan bahwa akuntan tidak melaksanakan pemeriksaan sesuai dengan NPA, maka kalau terjadi kesalahan akuntan tersebut dapat dimintakan pertanggungjawaban. Tanggung jawab akhir terhadap laporan keuangan adalah berada di tangan perusahaan Emiten.

Terdapat beberapa persyaratan yang harus dipenuhi sesuai dengan Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-37/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996, Peraturan Nomor VIII.A.1, sebagai berikut : mempunyai izin praktek dari Menteri Keuangan, tidak pernah melakukan perbuatan tercela, memiliki akhlak dan moral yang baik, wajib memiliki keahlian di bidang pasar modal melalui program pelatihan yang diakui Bapepam, sanggup secara terus menerus mengikuti program pendidikan profesi lanjutan di bidang Akuntansi, bersedia memberitahukan kepada Bapepam tentang ditemukan adanya pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal, berkedudukan sebagai rekan pada kantor Akuntan Publik yang memenuhi syarat. Permohonan sebagai profesi penunjang pasar modal dapat diajukan kepada Bapepam dengan menggunakan formulir Nomor VIII.A.1-1

2) Notaris

Notaris adalah pejabat umum yang berwenang membuat akta otentik sebagaimana dimaksud dalam *staatsblad* 1860 Nomor 3 tentang Peraturan Jabatan Notaris. Peranan Notaris diperlukan dalam emisi efek. Dalam emisi saham, notaris berperan dalam membuat akta perubahan anggaran dasar emiten dan apabila diinginkan oleh para emiten, Notaris juga berperan dalam pembuatan perjanjian penjaminan emisi efek, perjanjian antar penjamin emisi efek dan perjanjian agen penjual. Sedangkan dalam emisi obligasi, Notaris harus berperan dalam pembuatan perjanjian perwaliamanatan dan perjanjian penanggungan.

Untuk menjadi profesi lembaga penunjang pasar modal, Notaris harus memenuhi beberapa persyaratan dan mengajukan permohonan kepada Ketua Bapepam dengan menggunakan formulir Nomor : VIII.D.1-1. Sedangkan persyaratan yang harus dipenuhi adalah antara lain : telah diangkat sebagai Notaris oleh Menteri Kehakiman dan telah diambil sumpahnya sebagai notaris, wajib memiliki keahlian di bidang pasar modal yang dipenuhi melalui program

pelatihan yang diakui oleh Bapepam, langsung melakukan pemeriksaan sesuai dengan Peraturan Jabatan Notaris (PJN) dan Kode Etik Profesi dan senantiasa bersikap independen, telah atau bersedia menjadi anggota Ikatan Notaris Indonesia (INI) atas petunjuk PJN dan Kode Etik Profesi.

3) Konsultan Hukum

Konsultan Hukum adalah ahli hukum yang memberikan dan menandatangani pendapat hukum mengenai emisi atau emiten. Peran konsultan hukum diperlukan dengan setiap emisi efek, karena lembaga ini mempunyai fungsi untuk memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*) mengenai keadaan perusahaan emiten. Penunjukkan lembaga ini dilakukan oleh emiten. Konsultan Hukum antara lain harus memberikan pendapat mengenai : (i) anggaran dasar Emiten beserta perubahannya; (ii) izin usaha Emiten; (iii) bukti pemilikan / penguasaan harta kekayaan Emiten; (iv) perikatan oleh Emiten dengan pihak lain; dan (v) perkara baik perdata maupun pidana yang menyangkut Emiten dan pribadi pengurus.

Tanggung jawab konsultan hukum adalah sebatas pada nilai kebenaran atas dokumen-dokumen yang dimiliki perusahaan dari segi hukum termasuk juga yang berhubungan dengan peranan akuntan publik. Penelitian atas laporan keuangan yang dibuat oleh akuntan publik tidak untuk memberikan penilaian tentang proses memberikan penilaian tentang proses dan mekanisme kerja akuntan publik, tetapi semata-mata dipandang dari sudut juridis formal mengenai aspek hukum yang terkandung dalam laporan keuangan itu sesuai dengan persyaratan yang ditentukan bagi suatu badan usaha yang akan melakukan emisi melalui pasar modal.

Adapun masalah hukum yang terdapat dalam suatu laporan keuangan antara lain menyangkut⁶² :

- a. Status badan hukum itu sesuai dengan UUPT.
- b. Penilaian sehat tidaknya suatu Badan Usaha Milik Negara sesuai dengan Keputusan Menteri Keuangan RI No. 740/KMK.00/1989 mengenai rentabilitas, liquiditas dan solvabilitas.

⁶²Indra Safitri, *Menyoroti Kejahatan Ekonomi di Pasar Modal dalam Catatan Hukum Pasar Modal*, Jakarta, Go Global Book (Book Publishing Division Safitri & Co), 1998, hlm. 169.

- c. Hal-hal yang bertalian dengan persyaratan yang diharuskan oleh Bapepam, melalui Keputusan Menteri Keuangan, maupun Keputusan Ketua Bapepam, dan surat edaran Ketua Bapepam terutama mengenai:
 - a. persyaratan mengenai modal saham;
 - b. jumlah / besarnya obligasi atau sekuritas yang dapat diterbitkan;
 - c. tenggang waktu antara tanggal neraca dengan izin emisi;
 - d. pendapat dari akuntan publik yang mengauditnya;
 - e. jumlah serta jenis harta kekayaan yang termasuk dalam laporan yang dibuatnya; dan ada tidaknya ikatan dengan pihak ketiga, baik mengenai hutang terhadap pihak lain atau terhadap pemegang saham lama.

Peranan konsultan hukum diperlukan dalam setiap emisi efek, karena lembaga ini mempunyai fungsi untuk memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*) mengenai keadaan perusahaan emiten. Penunjukkan lembaga ini dilakukan oleh Emiten. Konsultan hukum juga harus memberikan pendapat-pendapat mengenai (a) anggaran Dasar Emiten beserta perubahannya;(b) izin usaha Emiten;(c) bukti pemilikan / penguasaan harta kekayaan Emiten;(d) perikatan Emiten dengan pihak lain;(e) perkara baik perdata maupun pidana yang menyangkut Emiten dan pribadi pengurus

Seperti halnya Notaris, untuk menjadi Konsultan Hukum diperlukan persyaratan khusus yaitu mengikuti pendidikan khusus tentang pasar modal yang selama ini diselenggarakan oleh BPLK (Departemen Keuangan). Selain itu beberapa syarat formal lain seperti pada Akuntan Publik, Konsultan Hukum juga sanggup melakukan pemeriksaan dengan Standar Pemeriksaan Hukum dan Standar Pendapat Hukum, Kode Etik Profesi serta senantiasa bersikap independen.

4) Perusahaan Jasa Penilai

Peranan Perusahaan Jasa Penilai sebagai salah satu lembaga profesi cukup menentukan dalam suatu pasar modal karena lembaga ini berperan dalam menentukan nilai wajar dari harta milik perusahaan. Nilai ini diperlukan sebagai bahan informasi bagi para investor di dalam mengambil keputusan investasi.

Peranan Perusahaan Jasa Penilai diperlukan karena salah satu tolok ukur yang dipergunakan untuk menilai keadaan perusahaan yang *go public* adalah

dengan mengetahui seberapa jauh nilai harta tetap perusahaan bersangkutan. Neraca juga mencerminkan harta kekayaan perusahaan, baik harta tetap maupun aktiva lancar, namun nilainya didasarkan pada nilai buku. Nilai ini belum mencerminkan nilai harta kekayaan sebagaimana dikehendaki oleh para investor di pasar modal. Para investor umumnya menginginkan agar ada suatu nilai yang menunjukkan nilai wajar. Dengan mengetahui nilai wajar, para investor dapat mengadakan analisa mengenai harga saham yang wajar dengan memakai pendekatan *Net Assets*⁶³.

Dalam mengungkapkan nilai wajar dari perusahaan ini, peran dari perusahaan penilai (*appraisal company*) yang merupakan satu-satunya tenaga profesional pada bidang ini menjadi sangat penting. Untuk itu, nilai wajar yang dilaporkan oleh perusahaan penilai harus mencerminkan hasil kerja yang didasarkan pada profesionalisme.

Laporan penilaian tersebut harus dibuat secara *objective*, dengan menggunakan prosedur dan tata cara yang telah diakui dan ditaati oleh profesi yang bersangkutan. Prosedur dan tata cara ini merupakan aturan yang dipersiapkan dan dikeluarkan oleh organisasi profesi bersangkutan dan diperlakukan bagi semua anggota profesi.

Di dalam melakukan penilaian harta kekayaan suatu perusahaan yang sedang berjalan baik (*going concern*) dalam rangka *go public*, perusahaan penilai perlu memperhatikan berbagai faktor, diantaranya kondisi fisik, penyusutan, tingkat teknologi yang digunakan, dan letak dari harta yang dinilai. Selain itu, metode penilaian juga perlu dipilih secara tepat sehingga dapat dihindari terjadinya kerancuan dalam penilaian. Untuk mempermudah para investor dalam membaca laporan perusahaan penilai, maka isi laporan harus jelas, singkat, padat, sistematis, dan dalam bentuk yang standard. Penggunaan bahasa yang sederhana dan istilah yang konsisten juga menambah mudahnya para investor untuk membaca isi laporan perusahaan penilai.

⁶³*Net assets* (aktiva bersih) merupakan total aktiva dikurangi kewajiban lancar, sebagaimana tercatat dalam neraca.

Dari pengalaman sebelumnya tidak semua perusahaan penilai mendapat kesempatan melakukan penilaian kembali atas aktiva tetap perusahaan *go public* mengindahkan dan mentaati hal-hal tersebut di atas. Hal ini mungkin disebabkan kurangnya pengalaman. Misalnya suatu perusahaan penilai menggunakan bentuk laporan yang lazim diperlukan bagi perusahaan yang ingin memperoleh dari bank yang umumnya bersifat rahasia. Bentuk laporan model ini sudah tentu berbeda dengan bentuk laporan yang diperlukan di pasar modal.

Bentuk atau struktur laporan perusahaan penilai yang lazim dimuat dalam prospektus sehingga dapat dibaca dengan mudah oleh para investor adalah sebagai berikut⁶⁴ :

- 1) Umum, meliputi :
 - a. penunjukkan untuk melakukan penilaian;
 - b. izin dari Departemen Perdagangan untuk melakukan usaha di bidang penilaian;
 - c. surat Penunjukkan Departemen Keuangan bagi perusahaan penilai yang bergerak di pasar modal.
- 2) Definisi tentang istilah-istilah yang digunakan dalam penilaian
- 3) Proses penilaian
- 4) Metode penilaian
- 5) Hasil penilaian
- 6) Kesimpulan

Untuk memudahkan para pihak yang berkepentingan untuk memahami hasil penilaian, maka istilah-istilah yang digunakan agar yang lazim dimengerti masyarakat. Seringkali para perusahaan penilai menggunakan istilah-istilah yang sulit dimengerti oleh masyarakat umum, khususnya para investor. Oleh karena itu perusahaan penilai hendaknya cermat dalam menggunakan istilah yang lazim dipergunakan dalam penilaian. Hal ini disebabkan kesalahan dalam menggunakan istilah akan menimbulkan kesalahan pula dalam mengartikan laporan perusahaan penilai yang bersangkutan.

⁶⁴Dalam melakukan penilaian terhadap harta kekayaan suatu perusahaan dalam rangka *go publik* perlu diperhatikan beberapa faktor, diantaranya kondisi fisik, tingkat teknologi yang digunakan dan lokasi harta kekayaan yang dinilai. Selain itu metode penilaian perlu dipilih secara tepat sehingga bisa dihindari terjadinya kerancuan dalam penilaian. Isi laporan harus jelas, singkat, padat, sistematis dan dalam bentuk yang standar. Hasil wawancara dengan Ibu Dina A. Kusumanandy, *Corporate Lawyer* pada Biro Konsultan Hukum Soemadipradja&Taher, Jakarta, 27 Maret 2002

Mengingat harta itu mempunyai banyak nilai yang pada dasarnya terkait dengan tujuan penilaian, maka sebelum seorang penilai melakukan penilaian, ia perlu mengetahui dan mengerti dengan jelas maksud dan tujuan dari penilaian. Kemudian baru dilanjutkan dengan penetapan metode yang tepat dan nilai (*value*) dari harta yang bersangkutan.

5) Perusahaan Efek

Perusahaan efek adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha sebagai penjamin emisi efek, perantara perdagangan efek, dan / atau manajer investasi. Sebagai perseroan, saham dari perusahaan efek telah dimiliki sekurang-kurangnya oleh 300 (tiga ratus) pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya Rp. 300 juta atau suatu jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan dengan peraturan pemerintah sesuai UU Nomor 8 Tahun 1995, Bab 1, Pasal 2.

Pihak yang dapat melakukan kegiatan usaha sebagai perusahaan efek adalah perseroan yang telah memperoleh izin usaha dari Bapepam. Dengan izin tersebut, perusahaan efek dapat melakukan kegiatan sebagai penjamin emisi efek, perantara pedagang efek atau manajer investasi. Ketiga perusahaan inilah yang dikenal sebagai perusahaan-perusahaan efek. Adapun kegiatan perusahaan efek hanya untuk efek yang bersifat utang yang jatuh temponya tidak lebih dari satu tahun, sertifikat deposito, polis asuransi, efek yang diterbitkan atau dijamin pemerintah Indonesia atau efek lain yang ditetapkan oleh Bapepam. Pihak yang dapat melakukan kegiatan sebagai wakil penjamin emisi efek, wakil perantara pedagang efek atau wakil manajer investasi hanyalah orang perseorangan yang telah memperoleh izin dari Bapepam, dan mereka dilarang bekerja pada lebih dari satu perusahaan efek.

Untuk dapat melindungi kepentingan nasabah, maka Undang-undang juga mengatur perilaku perusahaan efek dan kewajiban-kewajibannya. Beberapa perilaku yang dilarang oleh UU Nomor 8 tahun 1995, pasal 35 adalah sebagai berikut : (a) perusahaan efek dilarang menggunakan pengaruh atau mengadakan tekanan yang bertentangan dengan kepentingan nasabah; (b) mengungkapkan nama atas kegiatan nasabah kecil diberi instruksi secara tertulis oleh nasabah; (c)

mengemukakan secara tidak benar atau tidak mengemukakan fakta yang material kepada nasabah mengenai kemampuan usaha atau keadaan keuangan; (d) merekomendasikan kepada nasabah untuk membeli atau menjual efek tanpa memberitahu adanya kepentingan perusahaan efek dalam efek tersebut; dan (e) membeli atau memiliki efek untuk rekening perusahaan efek itu sendiri.

Untuk menghindari terjadinya hal yang dilarang tersebut, maka perusahaan efek wajib untuk mengetahui latar belakang, keadaan keuangan dan tujuan investasi dari nasabahnya, dan membuat serta menyimpan catatan dengan baik mengenai pesanan.

4. Esensi Prinsip Disclosure Dalam Pasar Modal

a. Tinjauan Filosofis Tentang Prinsip Disclosure

Persoalan mengenai prinsip *disclosure* merupakan salah satu prinsip yang dijunjung tinggi oleh segenap pelaku pasar dalam dunia pasar modal. Esensi dasar dari penerapan prinsip *disclosure* ini adalah menyangkut kebenaran informasi yang merupakan pedoman atau kewajiban yang melekat bagi para emiten atau perusahaan publik atau pihak-pihak lain yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan portofolio pemodal. Informasi ini begitu penting karena dengan diungkapkannya informasi tersebut maka akan bisa diketahui ketentuan yang mengatur tentang bagaimana informasi tersebut diungkapkan, bagaimana cara mengungkapkannya, kepada siapa harus diungkapkan, dan kapan pengungkapannya harus dilakukan. Informasi yang diungkapkan tersebut harus memenuhi syarat kewajaran, kecukupan, kelengkapan, kebenaran dan ketepatan waktu penyampaiannya sesuai dengan ketentuan yang berlaku. Oleh karena itu maka prinsip *disclosure* dianggap sebagai persoalan inti di pasar modal dan sekaligus merupakan jiwa pasar modal itu sendiri.

Disclosure tentang fakta materiil sebagai jiwa pasar modal didasarkan pada keberadaan prinsip *disclosure* yang memungkinkan tersedianya bahan pertimbangan bagi investor, sehingga ia secara rasional dapat mengambil keputusan untuk melakukan pembelian atau penjualan saham. Karena prinsip *disclosure* adalah jiwa pasar modal itu sendiri, maka perlu dilakukan pengkajian

mendalam tentang bagaimana sesungguhnya pelaksanaan prinsip *disclosure* dan penentuan fakta material di Indonesia. Studi perbandingan dengan Amerika Serikat mengenai hal yang sama dapat dilakukan karena sedikitnya tiga alasan.

Pertama, globalisasi ekonomi menimbulkan akibat yang besar sekali pada bidang hukum. Globalisasi ekonomi juga menyebabkan terjadinya globalisasi hukum⁶⁵. Globalisasi hukum terjadi melalui usaha-usaha standarisasi hukum, antara lain melalui perjanjian-perjanjian internasional, misalnya *General Agreement on Tariff and Trade* (GATT)⁶⁶. Globalisasi hukum ini terjadi melalui kontrak-kontrak bisnis internasional. Pengusaha-pengusaha negara maju membawa transaksi-transaksi baru ke negara-negara berkembang, maka *partner* mereka dari negara-negara berkembang menerima model-model kontrak bisnis internasional. Persamaan ketentuan-ketentuan hukum berbagai negara bisa juga terjadi, karena suatu negara mengikuti model negara lain berkaitan dengan institusi-institusi hukum baru untuk mendapatkan akumulasi modal. Misalnya peraturan pasar modal berbagai negara dari "*Civil Law*" maupun "*Common Law*" berisikan substansi yang serupa atau tidak banyak berbeda antara satu dengan yang lain. Hal ini disebabkan dana yang mengalir ke pasar-pasar negara tersebut tidak lagi terikat benar dengan waktu dan batas-batas negara. Mengalirnya dana-dana ini diiringi dengan tuntutan ketentuan-ketentuan pasar modal yang komprehensif termasuk pelaksanaan prinsip *disclosure* yang semakin besar.

Pemikiran tersebut sejalan dengan pernyataan James A. Kehoe⁶⁷, bahwa internasionalisasi pasar modal telah berkembang sangat cepat. Para investor dapat memiliki akses ke pasar mana saja dan setiap saat di dunia dengan munculnya teknologi canggih di bidang komputer dan telekomunikasi, sehingga memungkinkan terjadinya perdagangan global secara terus menerus. Kehoe

⁶⁵Erman Rajagukguk, *Peranan Hukum Dalam Pembangunan Pada Era Globalisasi : Implikasinya Bagi Pendidikan Hukum di Indonesia*, disampaikan pada pengukuhan jabatan Guru Besar dalam bidang Ilmu Hukum pada Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Jakarta, 4 Januari 1997, hlm. 14.

⁶⁶GATT juga mencantumkan beberapa prinsip yang harus dipenuhi oleh negara anggotanya. Prinsip-prinsip ; *Non Discrimination, Most Favored Nation, National Treatment* dan *Transparency*, kemudian dimasukkan ke dalam peraturan nasional negara anggota.

⁶⁷James A. Kehoe, *Exporting Insider Trading Laws : The Enforcement of U.S Insider Trading Laws Internationally*, *Emory International Law Review*, Vol 9, 1995, hlm. 346.

menambahkan bahwa meningkatnya partisipasi global di pasar sekunder, membuat dunia usaha yang mencari modal dapat memperoleh sumber keuangan di banyak negara dibandingkan dengan keadaan sebelumnya. Namun Kehoe mengingatkan, bahwa salah satu hasil dari internasionalisasi pasar modal adalah meningkatnya jumlah kejahatan pasar modal yang melampaui batas-batas negara (*cross-border*)⁶⁸.

Internasionalisasi pasar modal sejalan dengan kecenderungan arus globalisasi ekonomi yang membawa pasar modal satu negara terkait dengan pasar modal negara lain, sehingga pasar modal berbagai negara berlomba-lomba menjadi pasar modal yang efisien. Oleh karena itu diperlukan peraturan pasar modal yang *comparable* dalam *global market*⁶⁹. Pada dasarnya perkembangan teknologi, komunikasi dan mobilitas dana-dana telah memberikan kontribusi ekonomi yang saling tergantung dalam kerangka pasar internasional.

Di pasar modal saat ini seringkali diperdagangkan surat-surat yang dikeluarkan oleh penerbit asing dan mungkin dioperasikan oleh pelaku-pelaku usaha yang mempunyai kepentingan asing langsung maupun tidak langsung, melakukan bisnis dengan orang-orang yang berada di luar yurisdiksi. Internasionalisasi pasar modal telah menstimulasi produk-produk saham baru berdasarkan saham-saham asing, yang bisa diperdagangkan secara *cross-border*. Saham yang diperjual-belikan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) juga dapat diperoleh melalui *New York Stock Exchange* (NYSE).

Untuk maksud tersebut beberapa negara telah mengadakan pembaharuan Undang-Undang Pasar Modal mereka. Misalnya, *Federal Securities Exchanges* dan *Securities Trading Act* (SEA) yang berlaku di Swiss telah mengalami perubahan penting yang mulai efektif berlaku 1 Januari 1995. Tujuan perubahan peraturan ini adalah untuk membuat pasar modalnya efisien, *fair* dan jujur dengan cara melakukan keterbukaan, agar dapat memberi jaminan perlindungan investor. Dalam menyambut *new era* ini, German juga telah memperbaiki "*The German Securities Trading Act*" pada tahun 1994. Perbaikan peraturan ini bertujuan untuk

⁶⁸Jasso Winarto, *Pasar Modal Indonesia – Retrospeksi Lima Tahunan Swastanisasi BEJ*, Jakarta, Pustaka Sinar Harapan, 1997, hlm. 330.

⁶⁹*Ibid*, hlm. 331.

menciptakan efisiensi peraturan pasar modalnya dengan memberikan penekanan pengaturan pada prinsip *disclosure*⁷⁰. *The Netherlands* telah membuat peraturan pasar modal yang baru "*Wet Toezicht Effectenverkeer*" pada 7 Maret 1991 dan mulai berlaku 15 Juni 1992⁷¹.

Dalam rangka pembaharuan Undang-Undang Pasar Modal, maka peraturan pasar modal Amerika Serikat *Securities Act 1933* dan *Securities Exchange Act 1934* telah menjadi pusat perhatian, beberapa negara mengambil pola peraturan pasar modal Amerika Serikat dalam rangka menciptakan pasar yang efisien, khususnya mengenai pengaturan prinsip *disclosure*, antara lain Brazil telah mengadopsi peraturan prinsip *disclosure* tersebut. Jepang juga telah melakukan perubahan peraturan pasar modalnya yang pada mulanya mengambil pola pengaturan pasar modal Amerika Serikat.

Menilik tentang penerapan prinsip *disclosure*, hampir semua negara di dunia khususnya yang berada di bawah payung IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) mempunyai parngkat hukum yang memuat pengaturan yang berkenaan dengan prinsip *disclosure*. Sebagaimana *The European Union (EU)* pada tahun 1989 mengeluarkan *Council Directive 89/592* tentang *Co-ordinating Regulation on Insider Dealing*, yang implementasinya diserahkan kepada masing-masing negara anggota. Selanjutnya pemerintah Inggris mengatur secara spesifik hal tersebut ke dalam *The UK Financial Services and Markets Act 2000*, yang di dalamnya dimasukkan ke dalam ketentuan-ketentuan perdata tambahan. Sedangkan Amerika Serikat sendiri mengatur melalui *Rule 10b-5 of The Securities Exchange Act 1934*. Rule ini mengatur tentang ketentuan *anti fraud*, namun demikian ketentuan ini dijadikan dasar utama bagi hukum mengenai *insider trading*⁷².

⁷⁰Harmut Krausse, *The German Securities Trading Act (1994): A Ban on Insider Trading and an Issuer's Affirmative Duty to Disclose Material Nonpublic Information*, *The International Lawyer*, Vol 30 No 3, 1996, hlm.555-587.

⁷¹Joachim Fleury, *The Netherlands Securities*, *University of Pennsylvania Journal of International Business Law*, Vol 13 No 4, 1993, hkm.570-571.

⁷²Hasil wawancara dengan Bpk. Irhamsjah, Staf Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam, pada tanggal 14 November 2001.

The EU Council Directive article 1 mendefinisikan prinsip *disclosure* sebagai⁷³ :

" Any information of a precise nature relating to one or more issuers of transferable securities which has not been made public, but which if it were made public, would be likely to have a significant effect on the price of the transferable security or securities in question "

Dalam kaitan dengan hal tersebut *The EU Directive* membedakan *insiders* dalam 2 kategori, yakni *primary* dan *secondary insiders*. *Directive* memberi batasan *primary insiders* dalam hubungan khusus antara pihak-pihak dan sumber informasi. Pihak-pihak yang dapat dimasukkan dalam kategori ini adalah⁷⁴ :

- 1) Karena alasan keanggotaannya pada badan administratif, management, pengawasan dari emiten (dari efek-efek yang mana *inside information* mempunyai keterkaitan)
- 2) Karena alasan sebagai pemegang modal dari emiten ; atau
- 3) Karena dia mempunyai akses terhadap informasi dimaksud dengan alasan melaksanakan pekerjaan, profesi atau tugas-tugasnya

The EU Directive mewajibkan negara-negara anggota untuk melarang *primary insider* mengambil keuntungan dari *inside information* dengan pengetahuan penuh tentang fakta dalam mendapatkan efek yang dapat dipindahtangankan dari rekening mereka sendiri atau pihak lain, apakah secara langsung atau tidak.

The EU Directive menentukan negara-negara anggota seharusnya mengatur bahwa *primary insiders* tidak boleh membuka *inside information* kepada pihak lain kecuali keterbukaan dibuat dengan petunjuk normal dalam penggunaan *primary insider*, profesi atau tugas-tugas (yang mana mengizinkan arus informasi diantara profesional dan penasehatnya).

Di Inggris, ketentuan mengenai prinsip *disclosure* ini diamandemen dan dikonsolidasikan ke dalam *The Company Securities Act 1985*. Pada peraturan

⁷³Roger E. Meiners et all, *The Legal Environment of Business Third Edition*, West Publishing Company, 1995, hlm. 617.

⁷⁴Hasil wawancara dengan Bpk. Janto Sujanto, Staf Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam pada tanggal 14 November 2001. Penjelasan tersebut merupakan hasil rangkuman tulisan beliau dengan judul *Pretek Insider Trading di Beberapa Negara* yang tidak dipublikasikan.

tersebut diberikan batasan tentang prinsip *disclosure* adalah *hal-hal yang berkaitan dengan efek tertentu atau emiten efek tertentu atau emiten efek tertentu atau emiten efek tertentu dan bukan efek secara umum atau untuk efek secara umum.*

Lebih lanjut dijelaskan *Informasi dimaksud berkaitan dengan emiten efek tertentu yang tidak hanya tentang efek dari perusahaan tersebut tetapi juga dimana efek tersebut mempengaruhi prospek dari bisnis perusahaan.* Berkaitan dengan penjelasan tersebut di atas, dapat ditafsirkan bahwa *inside information* berkenaan dengan prinsip *disclosure* harus *husus dan tepat.* Maksud dari hal tersebut adalah bahwa informasi harus khusus meskipun informasi itu mengandung kualitas keragu-raguan dan tidak tepat.

Sebagai negara anggota *European Union*, Inggris mendefinisikan *insider* dalam 2 kategori sebagai mana *UE Directive* yang mencakup *primary* dan *secondary insiders.* Adapun yang dapat dimasukkan dalam *primary insiders* adalah⁷⁵ :

- a. Direktur, pegawai atau pemegang saham dari emiten dari suatu efek tertentu
- b. Siapa saja yang mempunyai akses terhadap suatu informasi dengan alasan pekerjaan, bidang atau profesinya.

Sedangkan *secondary insiders* adalah orang yang memiliki *inside information* dan yang tahu *sumber langsung atau tidak langsung* dari informasi *primary insiders.* Terhadap hal tersebut terdapat larangan yaitu *primary* dan *secondary insiders* dilarang memiliki atau mendapatkan efek, apakah sebagai prinsipal atau agen bagi orang lain, subyek dari berbagai macam *statutory defence* (penahan yang syah). Orang dalam ini dianggap tidak bersalah dalam perdagangan orang dalam jika mereka menunjukkan bahwa mereka :

- 1) Tidak bermaksud untuk berhubungan yang menghasilkan keuntungan atau menghindari kerugian dari informasi orang dalam tersebut
- 2) Mempercayai alasan yang masuk akal bahwa informasi yang telah atau akan dibuka dihindarkan dari prasangka para pelaku dalam kaitannya dengan seseorang yang tidak mempunyai informasi ; atau

⁷⁵ Roger E. Meiners, *Opcit*, hlm. 620

- 3) Telah melakukan apa yang mereka lakukan jika mereka tidak mempunyai informasi.

Alasan *kedua*, memperbandingkan peraturan pasar modal Indonesia dengan Amerika Serikat, adalah karena pengaturan Pasar Modal di Amerika Serikat telah teruji melalui perjalanan yang panjang sejak tahun 1933, tepatnya setelah Kongres pertama kalinya membuat *Securities Act 1933* dan disetujui sebagai Undang-undang tanggal 26 Mei 1933. Krisis keuangan dan *great depression*, yang pada mulanya kejadian ini berasal dari gagalnya bank dan pialang yang meminjamkan uang untuk membeli saham pada masa *great depression*⁷⁶.

Ketiga, sampai tahun 1987 Pasar Modal Amerika Serikat lebih maju atau telah berkembang dibandingkan dengan negara-negara lain. Karena sejak tahun 1700 secara informal kegiatan jual beli saham sudah dilakukan di New York, Amerika Serikat. Pada tahun 1792, secara resmi dibentuk lembaga bursa di New York oleh 24 pialang yang menjadi cikal bakal NYSE. Sekarang Pasar Modal Amerika Serikat terus maju dan berkembang, disusul Pasar Modal Jepang.

Setidak-tidaknya ada dua fungsi prinsip *disclosure* dalam Pasar Modal. *Pertama*, prinsip *disclosure* berfungsi untuk memelihara kepercayaan publik terhadap pasar. Tidak adanya *disclosure* dalam pasar modal membuat investor tidak percaya terhadap mekanisme pasar. Sebab prinsip *disclosure* mempunyai peranan penting bagi investor sebelum mengambil keputusan untuk melakukan investasi karena melalui *disclosure* bisa terbentuk suatu penilaian (*judgment*) terhadap investasi, sehingga investor secara optimal dapat menentukan pilihan terhadap portofolio mereka. Makin jelas informasi perusahaan, maka keinginan investor untuk melakukan investasi makin tinggi. Sebaliknya ketiadaan atau kekurangan serta tertutupan informasi dapat menimbulkan ketidakpastian bagi investor, dan konsekuensinya menimbulkan ketidakpercayaan investor dalam melakukan investasi melalui pasar modal.

⁷⁶John.J. Bonsignore, *Law and Multinationals: An Introduction to Law and Political Economy*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1994, hlm 99

Kedua, prinsip *disclosure* berfungsi untuk menciptakan mekanisme pasar yang efisien⁷⁷. Filosofi ini didasarkan pada konstruksi pemberian informasi secara penuh sehingga menciptakan pasar modal yang efisien, yaitu harga saham sepenuhnya merupakan refleksi dari seluruh informasi yang tersedia.

Dengan demikian prinsip *disclosure* dapat berperan dalam meningkatkan *supply* informasi yang benar, agar dapat ditetapkan harga pasar yang akurat. Hal ini menjadi penting karena berkaitan dengan pasar modal sebagai lembaga keuangan yang beroperasi berdasarkan informasi. Tanpa informasi peserta pasar tidak dapat mengevaluasi produk-produk lembaga keuangan tersebut. Kalau informasi mengenai saham sedikit, maka investor yang melakukan investasi relatif kecil. Bisa juga terjadi bahwa suatu saham yang kualitasnya baik akan tetapi mempunyai harga yang rendah dari semestinya. Hal ini dapat terjadi apabila informasi mengenai saham tersebut tidak tersedia secara luas dan akurat. Dengan perkataan lain, informasi saham yang mutunya rendah dapat mengakibatkan harga saham menjadi lebih rendah dari semestinya. Karena itu, untuk menjual saham pada pasar primer dan pasar sekunder, manajemen perusahaan harus menjaga pasar. Artinya semua informasi yang relevan mengenai apa yang ada dan akan ada harus dikemukakan. Jika tidak mereka akan kehilangan kesempatan menjual sahamnya.

Prinsip *disclosure* merupakan fokus sentral dari pasar modal, dan Undang-undang Pasar Modal Indonesia juga mengatur pelaksanaan prinsip *disclosure* sehingga investor dan pelaku-pelaku bursa lainnya mempunyai informasi yang cukup dan akurat untuk pengambilan keputusan. Namun disadari bahwa Undang-Undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal dan berbagai pengaturan pelaksanaannya belum memuat secara cukup ketentuan-ketentuan prinsip *disclosure*.

⁷⁷Lynn A. Stout, *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, Michigan Law Review, Vol 87, 1988, hlm. 615-616, Daniel R. Fischel, *Efficient Capital Markets, The Crash, and Fraud on The Market Theory*, Cornell Law Review, Vol 74, 1989, hlm. 912-913, Saul Levmore, *Efficient Markets and Puzzling Intermediaries*, Virginia Law Review, Vol 70, 1984, hlm. 943.

Subtansi Undang-undang Pasar Modal Indonesia dalam banyak hal mirip dengan *Securities Act 1933* dan *Securities Exchange Act 1934*⁷⁸. Kemiripan tersebut bukan saja dalam beberapa elemennya, tetapi terdapat persamaan dalam beberapa istilah. Istilah-istilah yang ada dalam *Securities Act 1933* dan *Securities Exchange Act 1934* yang diterjemahkan ke dalam bahasa Indonesia dalam Undang-undang Pasar Modal Indonesia, misalnya antara lain istilah "*disclosure*"⁷⁹ diterjemahkan "keterbukaan"⁸⁰, "*prospectus*"⁸¹ diterjemahkan "prospektus",⁸² "*insider trading*" diterjemahkan "perdagangan orang dalam", "*insider*" diterjemahkan "orang dalam", "*material fact*" diterjemahkan "fakta material, dan "*misleading*" diterjemahkan "menyesatkan".

Namun, jika diperhatikan secara mendalam ternyata beberapa peraturan yang terdapat dalam Undang-Undang Pasar Modal Indonesia masih bersifat sumir atau tidak cukup terperinci. Undang-undang Pasar Modal Indonesia yang demikian itu membuka *loophole* yang bisa dimanfaatkan oleh mereka yang tidak beritikad baik. Dengan perkataan lain, karena tidak terperinci standar penentuan fakta materiel sangat berpotensi terhadap pelanggaran prinsip *disclosure* yang pada akhirnya dapat menimbulkan perbuatan curang dalam penjualan saham dan merugikan investor. Ketentuan standar penentuan fakta materiel dan ketentuan perbuatan curang adalah napas hukum pasar modal.

Apabila suatu kejadian sulit untuk ditentukan sebagai suatu informasi atau fakta materiel, maka konsep kewajiban untuk menyampaikan informasi itu (*duty to disclose*) menjadi terhambat. Untuk menentukan apakah suatu informasi adalah fakta material atau bukan tergantung kepada beberapa pandangan.

Pertama, suatu informasi diklasifikasikan sebagai fakta material bila informasi yang sifatnya tidak publik tersebut, menurut pemegang saham yang berakal sehat, adalah penting bagi para pemegang saham, bukan semata-mata apa

⁷⁸Undang-undang tentang Pasar Modal, UU No 8 tahun 1995, L.N. No 64 T.L.N. No 1989, merupakan undang-undang yang menggantikan berlakunya UU No 5 Tahun 1952 tentang Penetapan Undang-undang Darurat mengenai Bursa dan ketentuan-ketentuan Menteri Keuangan yang mengatur mengenai Pasar Modal

⁷⁹Pasal 7 *Securities Act 1933*

⁸⁰Pasal 1 butir 25 UU PM

⁸¹Pasal 2 (10) *Securities Act 1933*

⁸²Pasal 1 butir 26 UU PM

yang ingin mereka ketahui. Bila fakta yang dihilangkan atau pernyataan yang tidak benar itu secara substantif mungkin berarti (penting) mengubah informasi yang menjadi milik masyarakat, maka fakta tersebut adalah materiel.

Kedua, penafsiran tentang fakta material berkembang kepada apa yang dimaksud dengan informasi "*firm pecific*"⁸³. Standarnya adalah informasi yang spesifik untuk perusahaan yang bersangkutan. Standar Informasi yang bersifat "*firm specific*" ini merupakan standar baru, suatu terobosan terhadap standar fakta material sebagaimana lazimnya diatur oleh *federal securities laws*. Berdasarkan standar baru ini, kewajiban penyampaian informasi tidak lahir berdasarkan *federal securities laws*, tetapi berdasarkan adanya informasi yang bersifat "*firm specific*". Suatu informasi itu tidak dapat menjadi material, kecuali informasi itu memiliki "*firm specific*"⁸⁴.

Pengadilan menggunakan pendekatan "*firm pecific*" ini dan dengan secara hati-hati menghindarkan preseden dalam menentukan kewajiban untuk menyampaikan informasi. Pengadilan juga menghindarkan pendekatan yang konvensional, yaitu apakah informasi tersebut penting untuk investor yang berakal sehat dalam membuat keputusan investasi.

Ketiga, di Indonesia ada pula yang berpendapat suatu informasi merupakan fakta material bila informasi tersebut dapat mempengaruhi turun naiknya harga saham.

b. Dasar Hukum Pengaturan Prinsip Disclosure

Dalam rangka mewujudkan Pasar Modal Indonesia sebagai penggerak ekonomi nasional yang tangguh dan berdaya saing global, Bapepam sudah banyak melakukan langkah penting serta membangun infrastruktur yang diperlukan misalnya melalui penerbitan UUPM tahun 1995 tentang Pasar Modal dan sejumlah peraturan pelaksanaannya. Kesemua itu tidak lain adalah dalam rangka menciptakan Pasar Modal yang dipercaya oleh masyarakat pemodal, baik nasional maupun internasional. Kepercayaan ini hanya dapat dicapai apabila semua

⁸³Lawrence A. Cunningham, *Corporate Law- Securities Fraud-Impact of In Re Time Warner on Corporate Information Management: Hyping One Business Strategy May Give Rise tto a Duty an Alternative Strategy Under Rule 10b-5*, South Texas Law Review, Vol 35, 1994, hlm. 760.

⁸⁴*Ibid*, hlm.761.

informasi disajikan dan disampaikan secara benar dan berkualitas. Selanjutnya kepercayaan itu hanya dapat tumbuh secara mantap apabila informasi itu diberikan tepat waktu.

Sampai dengan tahun 2002 Bapepam telah menerbitkan sebanyak 141 peraturan⁸⁵. Hampir semua peraturan yang diterbitkan sekaligus menyangkut masalah keterbukaan informasi dan peraturan baru yang berhubungan antara lain :

- IX.E.1 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha Utama.
- IX.H.1 tentang Pengambil alihan Perusahaan Terbuka.
- IX.D.1 tentang Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu.
- IX.D.2 tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu.
- IX.D.3 tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus dalam Rangka Penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu.

Peraturan ini merupakan penyempurnaan dari peraturan lama yang diterbitkan pada tahun 1996. Bagi pihak-pihak yang ingin menguasai kepemilikan saham melebihi 20% dari modal disetor, para pihak harus melakukan penawaran tender. Hal ini diwajibkan untuk mendapatkan harga terbaik bagi para pemegang saham publik yang akan melepas saham yang dimilikinya. *Disclosure* oleh emiten tidak berhenti pada kewajiban yang diatur dalam peraturan di atas, namun juga peraturan Bapepam lainnya seperti pengungkapan atas transaksi material yang mempunyai benturan kepentingan dengan Pemegang saham utama, Direktur dan Komisari Emiten, serta pihak-pihak yang ada hubungan afiliasi dengan mereka. Efisiensi Pasar Modal kiranya tidak cukup dilihat dari banyaknya peraturan, namun yang lebih penting adalah implementasi dalam praktek serta efektifitas penegakan peraturan yang dijalankan.

Lebih lanjut kualitas informasi tidak cukup dilihat dari segi bentuk dan isi semata, namun perlu disimak substansi materialnya yang seringkali lebih

⁸⁵Sejalan dengan aktivitas pasar modal yang semakin berkembang, di samping meningkatnya tuntutan masyarakat terhadap perlindungan hukum di bidang pasar modal, Bapepam bersikap lebih proaktif terhadap dugaan pelanggaran peraturan perundang-undangan pasar modal. Upaya tersebut tercermin dari meningkatnya jumlah pemeriksaan dan penyidikan serta meningkatnya keterbukaan dalam laporan hasil-hasil pemeriksaan kepada para pelaku pasar dan masyarakat pada umumnya, hasil wawancara dengan Bpk.Rinto Teguh Santoso, SH, LLM, PPT Kasubag Penyidikan Keterbukaan Emiten dan Perusahaan Publik, Biro PP Bapepam, 27 Maret 2002

penting dibanding sekedar bentuk dan isi (*substance over form*). Dalam keterbukaan informasi yang ideal harus mengandung 2 (dua) unsur, yang dalam bahasa hukum dikenal sebagai kebenaran formil dan materiil.

Laporan keuangan auditor misalnya, walaupun sudah memenuhi standar akuntan dan standar audit, namun apabila substansi materialnya mengindikasikan tidak wajar misalnya oleh berbagai mark up yang tidak tersentuh oleh teknik-teknik audit konvensional dan karena keterbatasan profesi yang dimiliki auditor, maka informasi laporan keuangan tersebut menjadi *less meaningful*, bahkan dapat menyesatkan (*misleading*).

Kesenjangan antara kepatuhan standar informasi berdasar peraturan (formil) dibanding substansi informasi yang dilaporkan (materiil) dinilai belum menggembirakan. Hal ini dapat dilihat dari hasil penelitian oleh Konsultan dalam bidang Akuntansi dan Auditing ditemukan tingkat *compliance* emiten terhadap pernyataan standar akuntansi keuangan dan peraturan Bapepam di bidang Akuntansi, yang menunjukkan hasil sebagai berikut : 40% *compliance*, 5% tidak *compliance*, dan 55% tidak dapat diterapkan (*not applicable*). Adapun tingkat *not applicable* ini disebabkan oleh kemungkinan emiten tidak memberikan informasi penting yang seharusnya diketahui oleh publik. Kemungkinan lainnya adalah tidak ada transaksi material yang perlu diungkapkan dalam laporan keuangan⁸⁶.

Dalam rangka penawaran umum efek, emiten diwajibkan untuk menyerahkan pernyataan pendaftaran, yang berisi antara lain prospektus, spesimen (contoh) efek yang akan diterbitkan serta Laporan Keuangan perbandingan 3 (tiga) tahun terakhir. Dalam prospektus diungkapkan secara jelas informasi penting antara lain⁸⁷ :

- a. Nama emiten dan bidang usaha
- b. Jumlah dan harga saham yang ditawarkan
- c. Tujuan dan penggunaan dana emisi
- d. Susunan modal dan pemegang saham
- e. Profil perusahaan tentang bidang usaha produksi dan pemasaran

⁸⁶Koesno, *Kwalitas Keterbukaan Pasar Modal; Kini dan Masa Depan*, Jakarta, Berita Pasar Modal Bapepam Edisi 23, Februari 2001, hlm. 8.

⁸⁷Prospektus merupakan suatu dokumen yang berisikan keterangan yang dianggap penting dari suatu penawaran efek yang pasti akan terjadi. Dokumen tersebut digunakan oleh emiten dan para penjamin emisi untuk menarik minat pemodal terhadap penawaran efek.

- f. Informasi tentang Direksi, Komisaris dan sumber daya manusia yang dimiliki perusahaan
- g. Analisis manajemen

Proses emisi ini melibatkan Lembaga dan para Profesi Penunjang Pasar Modal yang terdaftar di Bapepam antara lain Akuntan Publik, Konsultan Hukum, Notaris dan Penilai serta Penjamin Emisi Efek. Sementara dalam penawaran umum obligasi melibatkan Wali Amanat yang mewakili pemegang obligasi dan terkadang adalah *guarantor* sebagai Bank penjamin apabila Emiten mengalami kesulitan dalam melunasi kewajiban bunga dan pokok pinjaman pada saat jatuh tempo atau terjadi *default*.

Para Profesi Penunjang Pasar Modal bertanggung jawab atas informasi dan pendapat yang diberikan dalam prospektus. Dalam melengkapi proses tersebut, Emiten diwajibkan untuk mengumumkan prospektus ringkas melalui sedikitnya 2 surat kabar berbahasa Indonesia, dimana satu diantaranya beredar secara nasional. Keterbukaan oleh emiten pada pasar perdana membutuhkan peran aktif Penjamin Emisi Efek dalam menyebar luaskan prospektus kepada para pemodal baik institusional maupun individual.

Kualitas informasi ditentukan dari penilaian mutu informasi yang diukur dengan setidaknya dua perspektif, yaitu⁸⁸ :

1. *Compliance* yaitu kepatuhan terhadap keharusan standar atau azas, antara lain meliputi :
 - bentuk dan isi, untuk informasi tertentu ada standarnya, misalnya laporan keuangan perusahaan standarnya adalah peraturan VIII.G.7
 - relevan, melaporkan hal-hal yang bermanfaat, berhubungan atau ada kaitannya.
 - lengkap, sejauh dibutuhkan dan bermanfaat harus disajikan dengan benar.
 - dapat diperbandingkan dan dianalisis (*comparability and analizability*)
 - obyektif, didukung fakta-fakta nyata dan dapat dipercaya
 - independen, bebas dari pengaruh luar baik karena kepentingan maupun keterpaksaan.
 - impersonal, tidak memihak.
 - jujur dan wajar (*fairly*), tidak dibuat-buat (*engineered*), tidak menyembunyikan fakta-fakta yang seharusnya diketahui publik.

⁸⁸Koesno, *Opcit*, hlm.8

2. Ketepatan waktu (*timeliness*) : Laporan atau informasi harus disampaikan tepat waktu, keterlambatan mengakibatkan manfaat informasi menjadi hilang atau berkurang (*useless or less meaningful*). Sebagai contoh, prospektus yang disampaikan kepada investor sesudah periode Penawaran Umum berakhir, menjadi informasi yang tidak berguna.

Setelah masa Penawaran Umum berakhir dan penjatahan efek dilaksanakan, pada pasar sekunder Emiten memiliki kewajiban paska emisi yaitu harus menyampaikan laporan dan informasi secara terus menerus kepada Bapepam dan masyarakat dalam bentuk laporan berkala dan laporan kejadian penting yang sifatnya insidentil berupa⁸⁹ :

- a. Laporan Berkala terdiri dari :
 - laporan tahunan (*annually report*)
 - laporan keuangan tahunan yang diaudit oleh Akuntan Publik
 - laporan keuangan tengah tahunan yang dapat diserahkan tanpa keharusan untuk diaudit
 - laporan penggunaan dana hingga penggunaan dana habis terpakai
- b. Selain laporan berkala, emiten diwajibkan pula laporan insidentil berupa laporan kejadian penting misalnya :
 - pada saat emiten melakukan transaksi material seperti halnya mengakuisisi perusahaan lain
 - melakukan merger atau melakukan divestasi suatu segmen usaha
 - kerugian luar biasa akibat depresiasi rupiah
 - bencana kebakaran, banjir, kerusakan dan sebagainya
 - pembelian atau pelepasan aktiva tetap bernilai material
 - pembangunan pabrik baru atau penghentian operasi pabrik

Pada transaksi akuisisi, melibatkan Profesi penilai yang memberikan pendapatnya atas kelayakan investasi yang dilakukan emiten. Informasi transaksi material tersebut haruslah disetujui oleh para pemegang saham independen melalui suatu Rapat Umum Pemegang Saham.

Sepanjang tahun 2000 Bapepam telah mengeluarkan 7 peraturan yang berhubungan dengan keterbukaan informasi oleh emiten yang sebagian merupakan penyempurnaan peraturan lama, antara lain : peraturan VIII.G.7 nomor keputusan Ketua Bapepam Kep-06/PM/2000 tanggal 13 Maret 2000

⁸⁹Koesno, *Opcit*, hlm.9

tentang Pedoman Penyajian Laporan Keuangan yang mengakomodir Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) Nomor :

- 46 tentang Akuntansi Pajak Penghasilan
- 16 tentang Aktiva Tetap
- 56 tentang Laba per saham
- 21 tentang Akuntansi Ekuitas
- 15 tentang Akuntansi untuk Investasi dalam Perusahaan Asosiasi

Sebagaimana diatur dalam peraturan X.I.1 Kep-79/PM/1996, Akuntan Publik diwajibkan melaporkan kepada Bapepam tentang peristiwa atau keadaan yang mempengaruhi keuangan Emiten atau membahayakan kelangsungan atau *going concern* perusahaan.

Berbagai peraturan yang ada saat ini dipandang cukup memadai dalam rangka memberikan informasi bagi masyarakat, baik keterbukaan perdana maupun keterbukaan berkelanjutan. Namun untuk menciptakan Pasar Modal yang efisien upaya mewujudkan informasi yang mengandung substansi kebenaran materiil kiranya perlu ditingkatkan. Beberapa hal masih perlu dipikirkan untuk mengantisipasi peraturan baru maupun menyempurnakan yang lama, antara lain sebagai berikut⁹⁰ :

1. Penggunaan dana emisi untuk investasi jangka panjang seperti pembangunan pabrik atau sarana produksi, perlu audit khusus atas laporan keuangan proyek agar dana publik digunakan secara benar dan wajar. Hal ini penting untuk menghindari penyimpangan, penyalahgunaan, kebocoran dan mengalirnya dana ke pihak-pihak afiliasi atau berbenturan kepentingan.
2. Penilaian khusus juga diperlukan bagi transaksi material yang mengandung benturan kepentingan untuk menghindari atau meminimalisir kerugian publik yang diakibatkan *Over* atau *Under Pricing Transaction* yang menguntungkan pihak tertentu misalnya pembelian atau pelepasan aktiva, penyertaan saham dan sebagainya.
3. Audit khusus atas aktiva material yang beresiko tinggi merugikan Perseroan dan atau Pemegang Saham Publik, misalnya pada sektor perbankan, Kredit yang diberikan dalam jumlah material dan bersifat *non performing loan*, yang diberikan kepada afiliasi, kepada pejabat pemerintah dan pihak-pihak lain yang tidak lazim.
4. Pemegang Obligasi perlu dapat memonitor kesiapan emiten untuk menyediakan dana pembayaran bunga serta penyisihan pelunasan

⁹⁰Najib A. Gisymar, *Insider Trading Dalam Transaksi Efek*, Tesis, Program Magister Ilmu Hukum Universitas Islam Indonesia Yogyakarta, 1997, hlm.127.

pinjaman saat jatuh waktunya. Untuk itu informasi tentang kemungkinan penundaan atau gagal bayar perlu diciptakan agar dapat terdeteksi secara dini. Untuk menghindari hal tersebut kiranya perlu mewajibkan laporan berkala tentang kesiapan emiten memenuhi kewajiban hutang obligasinya, yaitu dalam bentuk "Laporan Dana Pemenuhan Kewajiban Hutang Obligasi" atau "*Debt Service Fund Report*". Laporan ini harus secara jelas mengungkap akumulasi dana, penambahan, penggunaan dana, hasil investasi dana tersebut serta posisi di.

Barangkali belum banyak disadari bahwa untuk mencapai Pasar Modal yang efisien itu juga diperlukan informasi yang adil dan merata (*equally Information*). Informasi yang adil dan merata diberikan kepada seluruh masyarakat pengguna baik mengenai kualitas informasi maupun kesamaan waktu penyampaian dengan tidak dibeda-bedakan satu orang dengan orang lainnya atau satu kelompok dengan kelompok lainnya.

*Inside information*⁹¹ yang menyebabkan adanya perdagangan orang dalam adalah contoh nyata dari ketidakadilan informasi dimana orang yang dekat dengan sumber memperoleh informasi "terlebih dahulu" dibanding orang luar atau masyarakat kelompok yang lain. Akibatnya dapat ditebak pelaku *Insider Trading* untung sedang *Out Sider* menderita kerugian. Laporan keuangan perbankan barangkali perlu pula diamati apakah secara implisit tidak mengandung "*Unequally Information*".

c. Tujuan Penerapan Prinsip *Disclosure*

Pentingnya prinsip *disclosure* dalam pasar modal, telah ditekankan oleh hasil studi *International Federation of Stock Exchanges* (FIBV) pada tahun 1998. Disebutkan dalam rangka menuju milenium ketiga orientasi pengembangan pasar modal dunia adalah menciptakan pasar modal-pasar modal yang likuid dan efisien. Untuk mewujudkan kondisi tersebut, pasar modal dimana-mana cenderung meningkatkan hal-hal yang antara lain terkait dengan keterbukaan⁹².

⁹¹Donald C. Langenvoort, *Insider Trading Regulation; A Treaties on the Definition, Prevention and Regulation of Insider Trading*, Clark Boardman Company, Ltd, 1989, hlm.70

⁹²Bapepam, *Cetak Biru Pasar Modal Indonesia 2000-2004*, Jakarta, Bapepam, hlm. 17

Perlu diingat, berkembangnya suatu pasar modal sangat tergantung pada kemampuan lembaga-lembaga yang ada di pasar modal tersebut untuk memberikan keamanan investasi dan kualitas pelayanan yang tinggi. Keamanan dan kualitas jasa yang tinggi diperlukan untuk menarik sumber daya domestik untuk terlibat di pasar modal dan juga merupakan tuntutan dari investor internasional. Hasil riset *International Organization of Securities Comissions* (IOSCO), mengungkapkan bahwa pasar modal yang mengembangkan sistim yang aman dan efisien terbukti lebih menarik bagi investor domestik maupun asing⁹³.

Oleh karena itu, perlu pengaturan yang dapat mengembangkan pasar modal menjadi efisien. Pengaturan tersebut diperlukan mengingat pasar modal telah lama dipandang sebagai barometer dalam hakekat bisnis. *Federal Reserve Board* (FRB)⁹⁴ memformulasikan kebijaksanaan moneternya dengan mengikuti 12 indikator ekonomi, diantaranya adalah pasar modal. Selama bertahun-tahun FRB telah merumuskan, bahwa pasar modal dapat membantu ramalan dan bentuk bisnis yang akan datang. Sebagai salah satu indikator ekonomi, kedudukan pasar modal dalam menunjang perekonomian nasional mempunyai peran yang strategis.

Dengan demikian prinsip *disclosure* menjadi isu utama yang harus dikaji dalam pasar modal. Prinsip *disclosure* sekarang ini bukan merupakan hal baru, tetapi sudah merupakan sejarah yang panjang dalam dunia pasar modal, sebagaimana tuntutan perlunya prinsip keterbukaan dalam pasar modal Amerika Serikat untuk menyelamatkan pasar modalnya dari kehancuran akibat terjadinya *great depression* tahun 1929⁹⁵.

Untuk lebih memahami pembenaran prinsip keterbukaan tersebut, dapat diikuti pengamatan Coffee tentang perlunya sistim keterbukaan wajib. Teori yang

⁹³*Ibid*, hlm.24

⁹⁴FRB adalah dewan pimpinan *Federal Reserve System* yang diangkat oleh Presiden Amerika, tugasnya adalah menetapkan kebijakan *Federal Reserve System* mengenai masalah-masalah kunci seperti persyaratan cadangan dan peraturan perbankan lainnya, menetapkan tarif diskonto, menyetorkan atau melonggarkan tersedianya kredit dalam perekonomian, dan mengatur pembelian sekuritas. Bismar Nasution, *Keterbukaan dalam Pasar Modal*, Jakarta, Fakultas Hukum UI, 2001, hlm. 26

⁹⁵Soemantoro, *Opcit*, hlm.40, Hancurnya pasar modal Amerika juga berakibat pada kinerja bursa efek Hindia Belanda. Hal tersebut ditambah dengan resesi ekonomi dunia disusul Perang Dunia II tahun 1939 serta perang kemerdekaan membuat bursa tidak berfungsi. Lihat pula Jasso Winarto, *Opcit*, hlm.12

lebih sederhana dapat menjelaskan bagaimana sistim keterbukaan difokuskan. Jawaban ini akan menghasilkan tiga tuntutan⁹⁶.

Pertama, karena informasi memiliki berbagai karakteristik dari suatu barang umum (*public good*), maka penelitian saham cenderung kurang tersedia. Kurangnya ketersediaan tersebut berarti bahwa informasi yang diberikan emiten tidak dapat diverifikasi secara optimal dan bahwa kurangnya upaya yang dilakukan terhadap pencarian informasi material dari sumber emiten. Sistim keterbukaan wajib dapat dilihat sebagai suatu strategi pengurangan biaya dengan konsekuensi masyarakat mensubsidi biaya pencarian guna menjamin adanya informasi dalam jumlah besar dan pengujian akurasi yang lebih baik. Walaupun hasil akhir dari peningkatan upaya yang demikian secara signifikan tidak mempengaruhi keseimbangan dari keuntungan (*advantage*) antara penjual dan pembeli, atau bahkan tujuan dari *distributive fairness* yang lebih umum, namun hal itu mampu meningkatkan alokasi efisiensi dari pasar modal dan pada akhirnya peningkatan tersebut menunjukkan suatu perekonomian yang lebih produktif.

Kedua, ada dasar substansial untuk dipercaya bahwa ketidakefisienan yang lebih besar akan terjadi tanpa sistim keterbukaan yang wajib karena biaya social yang berlebih akan dikeluarkan investor untuk mengejar laba perdagangan. Sebaliknya pengkoletipan dapat mengurangi *social waste* yang timbul dari kesalahan alokasi sumber daya ekonomi untuk mencapai tujuan ini.

Ketiga, dalam pasar modal yang efisien, masih ada informasi lain yang dibutuhkan investor rasional untuk mengoptimalkan portfolio sahamnya. Informasi yang demikian sangat baik diberikan melalui suatu sistim keterbukaan wajib.

Pengamatan Coffee tentang perlunya mempertahankan sistim *dislosure* wajib tersebut dapat dijadikan sebagai dasar penerapan prinsip *disclosure* bagi emiten atau perusahaan publik. Gunanya untuk mengatur pemberian informasi mengenai keadaan keuangan dan informasi lainnya kepada investor. Dengan perkataan lain, tujuan yang ingin dicapai ketentuan ini adalah untuk menghasilkan

⁹⁶John J.Coffe,Jr,*Market Failure and the Economic Case for A Mandatory Disclosure System*, Virgia Law Review, Vol.79, 1984, hlm.721-722

dokumen yang menceritakan kepada pembeli prospektif, mengenai berbagai hal yang seharusnya diketahui oleh pembeli tersebut sebelum ia membeli suatu saham⁹⁷.

Dengan pemberian informasi berdasarkan prinsip *disclosure*, maka dapat diantisipasi terjadinya kemungkinan investor tidak memperoleh informasi bagi investor disebabkan ada informasi yang tidak disampaikan dan bisa juga terjadi informasi yang belum tersedia untuk publik telah disampaikan kepada orang-orang tertentu. Seperti kepada seseorang atau kelompok investor lainnya. Sedangkan informasi itu sangat berfungsi karena berisi fakta material, yang dapat dibuat sebagai bahan pertimbangan bagi investor untuk melakukan investasi.

Antisipasi tersebut dapat dilakukan dengan adanya sistim keterbukaan wajib bagi perusahaan yang melakukan penawaran umum untuk menyampaikan informasi kepada masyarakat mengenai keadaan usahanya, baik dari segi keuangan, manajemen produksi maupun hal-hal lain yang berkaitan dengan kegiatan usahanya⁹⁸.

Penekanan untuk mencermati pelaksanaan prinsip *disclosure* dalam pasar modal Indonesia adalah langkah yang tepat dilakukan, mengingat terdapatnya berbagai masalah yang timbul dalam pelaksanaan prinsip keterbukaan tersebut. Tanpa upaya pembenahan prinsip *disclosure* terhadap masalah-masalah yang timbul menyebabkan tujuan prinsip *disclosure* tidak tercapai, dan pada akhirnya mengakibatkan pasar modal mengalami distorsi atau menjadi tidak efisien.

Pengungkapan informasi tentang fakat materiel secara akurat dan penuh diperkirakan dapat merealisasikan tujuan prinsip *disclosure* dan mengantisipasi timbulnya pernyataan yang menyesatkan (*misleading*) bagi investor. Sebagaimana

⁹⁷Richard W. Jennings & Harold Marsh, *Securities Regulation Cases and Material*, New York, The Foundation Press, Inc, 1987, hlm.63

⁹⁸Lihat ketentuan pasal 75 ayat (1) UU PM yang menyatakan bahwa Bapepam wajib memperhatikan kelengkapan, kecukupan, objektivitas, kemudahan untuk dimengerti, dan kejelasan dokumen Pernyataan Pendaftaran untuk memastikan bahwa Pernyataan Pendaftaran memenuhi prinsip keterbukaan. Bandingkan dengan pasal 89 ayat (1) yang menyatakan bahwa informasi yang wajib disampaikan oleh setiap pihak kepada Bapepam berdasarkan ketentuan Undang-undang ini dan peraturan pelaksanaannya tersedia untuk umum.

disebutkan dimuka, terdapat sedikitnya tiga tujuan ditegakkannya prinsip *disclosure* di pasar modal⁹⁹.

Pertama, menjaga kepercayaan investor. Pelaksanaan prinsip *disclosure* guna meningkatkan kepercayaan investor atau publik terhadap modal sangat penting untuk diperhatikan. Karena apabila terjadi “krisis kepercayaan” atau “ketidakpercayaan” investor kepada pasar modal dan perekonomian, maka investor menarik modal mereka dari pasar. Akibatnya pasar dan perekonomian akan rusak secara keseluruhan.

Tujuan penegakan prinsip *disclosure* untuk menjaga kepercayaan investor sangat relevan ketika munculnya ketidakpercayaan publik terhadap pasar modal, yang pada gilirannya mengakibatkan pelarian modal (“*capital flight*”) secara besar-besaran dan seterusnya dapat mengakibatkan kehancuran pasar modal (bursa saham)¹⁰⁰. Sebab ketiadaan keterbukaan atau tertutupan informasi akan menimbulkan ketidakpastian bagi investor. Akibatnya investor sulit mengambil keputusannya untuk berinvestasi melalui pasar modal. Hal ini sesuai dengan pendapat, bahwa apabila makin jelas informasi perusahaan, maka keinginan investor untuk berinvestasi semakin tinggi. Sebaliknya ketiadaan atau tertutupan informasi dapat menimbulkan keragu-raguan investor untuk berinvestasi.

Untuk mengantisipasi keadaan yang demikian itu maka peraturan prinsip *disclosure* harus ditegakkan. Karena peraturan prinsip keterbukaan secara substansial dapat memberikan informasi pada saat-saat yang telah ditentukan, dan yang lebih penting peraturan prinsip keterbukaan mengatur tentang pengawasan, waktu, tempat dan dengan cara bagaimana perusahaan melakukan keterbukaan.

Pembenaran prinsip keterbukaan untuk menjaga kepercayaan investor sejalan dengan pengembangan pasar modal Indonesia, yaitu agar kualitas informasi semakin terpercaya dan semakin tepat waktu, akses investor terhadap

⁹⁹Ray August, *International Business Law; Text, Reading and Cases*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1993, hlm.239

¹⁰⁰Indra Safitri, *Catatan Hukum Pasar Modal*, Jakarta, Go Global Book (Book Publishing Division Safitri&Co), 1998, hlm.63.

informasi semakin terbuka luas, dan biaya untuk memperoleh informasi semakin murah¹⁰¹.

Penegakan Prinsip *disclosure* untuk menjaga kepercayaan investor sebagai faktor fundamental, bukan satu-satunya pendekatan untuk memprediksi harga saham. Faktor teknis, seperti psikologis dan emosi juga mempengaruhi harga saham. Misalnya berkenaan dengan keadaan ekonomi, keadaan politik, kebijakan pemerintah dan rumor.

Tujuan pelaksanaan prinsip *disclosure* untuk membantu menetapkan harga pasar yang akurat, relevan dengan kebutuhan investor canggih atau profesional (*sophisticated investor*) yang memerlukan informasi untuk keputusan investasi. Karena dalam pasar modal yang modern harga saham tidak ditentukan oleh investor-investor individual amatir atau investor biasa (*average investor*), tetapi oleh investor profesional. Dalam hal ini, tidaklah penting apakah investor biasa mengerti atau tidak mengerti tentang informasi yang disampaikan. Yang utama adalah informasi itu harus diinformasikan tanpa memperhatikan siapa yang memperolehnya lebih dahulu¹⁰².

Tujuan prinsip *disclosure* ketiga adalah perlindungan terhadap investor. Tidak berlebihan apabila undang-undang pasar modal suatu negara, termasuk Indonesia, mewajibkan prinsip *disclosure*, walaupun negara tersebut telah mempunyai ketentuan *anti fraud*, sebagaimana diatur dalam Kitab Undang-Undang Hukum Pidana (KUHP)¹⁰³.

Disclosure wajib harus ditegakkan sesuai dengan peraturan pasar modal yang mengatur *disclosure* harus dilaksanakan dengan prinsip ketinggian derajat akurasi informasi dan derajat kelengkapan informasi secara *fair*. Sebaliknya peraturan pasar modal melarang penipuan atas pemberian informasi yang salah,

¹⁰¹Hazan Zein, *CMS dan Pengembangan Pasar Modal di Indonesia*, dalam Indra Safitri, *Catatan Kolom Hazan Zein Buku Pertama*, Jakarta, Go Global Book Publishing Division Safitri&Co, 1998, hlm.30.

¹⁰²Marzuki Usman, Singgih Ripat & Syahrir Ika, *ABC Pasar Modal Indonesia*, Jakarta, Lembaga Pengembangan Perbankan Indonesia dan Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia Cabang Jakarta, 1990, hlm.172

¹⁰³Pasal 390 KUHP menyatakan bahwa Barang siapa dengan maksud hendak mengundurkan diri sendiri atau orang lain dengan melawan hak menurunkan atau menaikkan harga barang dagangan, *fond* atau surat berharga uang dengan menyiarkan kabar bohong, dihukum penjara selama-lamanya dua tahun.

kebenaran yang tidak lengkap dan diam sama sekali terhadap informasi. Pelarangan terhadap pemberian informasi yang tidak akurat tersebut bertujuan agar informasi tidak menyesatkan investor dan tidak merusak harga saham. Harga saham yang akurat berkaitan dengan keakuratan informasi yang diterima investor pada saat pengambilan keputusan dalam perdagangan saham.

d. Fungsi Penerapan Prinsip Disclosure

Pasar modal yang *fair*, teratur, dan efisien adalah pasar modal yang memberi perlindungan kepada investor publik terhadap praktik bisnis yang tidak sehat dan tidak jujur. Sedangkan investasi merupakan suatu proses yang menyangkut risiko. Risiko selalu terkait dengan besarnya *return on investment* (ROI) yang diharapkan. Semakin tinggi *expected return* maka akan semakin tinggi risiko, demikian pula sebaliknya¹⁰⁴. Risiko merupakan sesuatu yang sulit untuk dihindari. Perlindungan yang dapat diberikan pemerintah dalam suatu kegiatan bisnis, hanyalah menjamin investor memperoleh informasi yang lengkap mengenai risiko investasi yang dihadapi. Investor yang bermain di bursa efek seharusnya melihat fluktuasi harga saham berdasar pada laporan keuangan emiten, penawaran dan permintaan pasar, tingkat suku bunga, dan faktor-faktor yang berpengaruh lainnya.

Broker harus menginformasikan kepada investor mengenai risiko yang dihadapi saat mereka melakukan investasi. Untuk menjamin bahwa broker dapat bekerja secara profesional dan bertanggung jawab maka broker harus mendapat izin dari Bapepam dan lulus ujian standar profesi. Perusahaan efek mempunyai tanggung jawab atas *representative*-nya, sedangkan bursa efek bertanggung jawab mengawasi anggotanya. Sistem perizinan dan pengawasan *multilevel* tersebut ditujukan untuk melindungi publik terhadap tindakan yang tidak profesional maupun tidak etis yang dilakukan broker¹⁰⁵.

Terlepas dari *normal business risk* yang berkaitan dengan investasi yang dilakukan investor, terdapat risiko-risiko lain yang mengharuskan pemerintah

¹⁰⁴I Putu Gede Ary Suta, *Opcit*, hlm.94

¹⁰⁵Mas Achmad Daniri, *Independensi dan Pengawasan*, Jakarta, Berita Pasar Modal Bapepam, Edisi 17, Agustus 2001, hlm.9

untuk memiliki kewenangan khusus dalam mengatur dan mengawasi pasar. Risiko yang termasuk dalam kategori tersebut menyangkut :

Pertama, integritas finansial para perantara (*intermediaries*). Investor yang menitipkan uang maupun efek pada *broker-dealer*, mengharapkan aset mereka tidak hilang karena *broker-dealer* mengalami bangkrut, *mismanagement* atau kelalaian. Dengan kata lain, investor akan merasa aman bila perusahaan efek memperoleh izin dari Bapepam, sehat secara finansial dan dikelola dengan bagus. Untuk melindungi investor dalam hal integritas finansial para perantara di pasar modal, Bapepam menetapkan persyaratan modal minimum dan syarat-syarat lain seperti standar pencatatan, penyimpanan efek, pengawasan, dan modal kerja minimum.

Selanjutnya, UU Pasar Modal melindungi investor dari kebangkrutan *financial intermediaries*. Efek yang tercatat dalam *book entry form* yang berada di *central depository* dijamin oleh *depository* dan dilindungi dari klaim pihak-pihak ketiga. Seluruh *financial intermediaries* pasar modal wajib diaudit oleh akuntan publik yang terdaftar di Bapepam. *Financial intermediaries* pasar modal, dan integritas finansialnya secara langsung diatur oleh pemerintah (termasuk di dalamnya bank kustodian dan Biro Administrasi Efek (BAE)). Perlindungan terhadap kegagalan *financial intermediaries* tidaklah sebesar yang terjadi di pasar modal Amerika Serikat, karena saat ini di Indonesia belum memiliki dana jaminan (*investor guarantee fund*)¹⁰⁶. Namun demikian, dalam praktiknya, Bapepam dapat menggunakan wewenangnya untuk mewajibkan broker memiliki garansi dan asuransi untuk melindungi investor terhadap risiko institusional.

Kedua, penipuan efek (*securities fraud*)¹⁰⁷. Penipuan (*fraud*) sudah secara jelas didefinisikan dalam Undang-undang Hukum Pidana. Akan tetapi dalam rangka menjalankan fungsinya untuk melindungi investor, Bapepam perlu diberi wewenang untuk investigasi dan menyeret pelaku penipuan ke pengadilan. Alasan kewenangan tersebut karena *securities fraud* menyangkut teknik tinggi dan memerlukan keahlian khusus untuk dapat menyeret pelaku ke pengadilan.

¹⁰⁶I Putu Gede Ary Suta, *Opcit*, hlm. 10.

¹⁰⁷Budi Soekanto, *Pelanggaran dan Kejahatan Pasar Modal*, Jakarta, Berita Pasar Modal Bapepam, Edisi 23, Desember 2001, hlm. 10

Penipuan efek yang paling umum adalah menggunakan pernyataan yang salah atau menyesatkan yang mengakibatkan suatu pihak membeli atau menyesatkan menjual efek. Mengingat efek merupakan *intangible legal rights* maka investor harus mengandalkan statement yang dibuat *intermediary* menyangkut sifat hak tersebut. Dalam rangka membatasi kemungkinan *securities fraud*, UU Pasar Modal menerapkan sanksi yang berat bagi siapa saja yang tanpa izin bertindak sebagai *financial intermediarie* di pasar modal dan bahkan dikenakan sanksi yang lebih berat bagi siapa saja yang terlibat aktivitas penipuan.

Ketiga, manipulasi pasar (*market manipulation*)¹⁰⁸. Investor di pasar modal berhak mengetahui bahwa harga yang dibentuk di bursa merupakan hasil proses permintaan dan penawaran yang *fair*, bukan harga yang terbentuk dari hasil kolusi. Jika harga yang berbentuk merupakan hasil manipulasi maka harga tersebut bukanlah parameter investasi yang tepat. UU Pasar Modal menyatakan bahwa *barang siapa yang memberikan gambaran yang salah mengenai transaksi yang ada di bursa merupakan tindakan melawan hukum*. Undang-undang mendefinisikan manipulasi pasar sebagai kejahatan yang dapat dikenakan hukuman berat. Pihak yang memanipulasi harga efek di pasar modal dapat mengakibatkan banyak investor merugi.

Jenis-jenis manipulasi diantaranya adalah menciptakan gambaran yang salah mengenai harga saham sehingga mendorong terjadinya jual beli saham pada harga yang terlalu tinggi yang sebenarnya merupakan harga rekayasa (*artificial*). Manakala saham manipulator sudah terjual dengan harga yang tinggi maka mereka segera meninggalkan arena, selanjutnya harga menjadi jatuh lagi dan banyak investor yang merugi. Dalam UU Pasar Modal, Bapepam memiliki wewenang untuk memonitor pasar agar dapat dideteksi kemungkinan adanya aktivitas manipulasi.

Keempat, ketentuan emiten. *Disclosure* di pasar modal terutama ditujukan kepada *disclosure* perusahaan yang menawarkan efeknya di pasar modal atau emiten. Emiten dituntut untuk mengungkapkan informasi mengenai keadaan bisnisnya termasuk keadaan keuangan, aspek hukum, manajemen, dan harta

¹⁰⁸Budi Soekanto, *Ibid*, hlm. 11

kekayaan perusahaan kepada masyarakat. Informasi yang diberikan haruslah informasi yang dijamin kebenarannya, di bawah tanggung jawab emiten.

Apabila terdapat informasi material untuk diketahui masyarakat investor, ternyata tidak diungkapkan seluruhnya atau salah dalam mengungkapkan sehingga menimbulkan kerugian bagi investor maka emiten wajib bertanggung jawab atas kerugian yang diderita masyarakat investor. Dalam hal ini terdapat mekanisme transparansi dan adanya jaminan atas kebenaran informasi di mana secara implisit terkandung unsur perlindungan bagi masyarakat investor.

Perlindungan publik sebagaimana terdapat dalam UU Pasar Modal mempunyai kesamaan dengan peraturan pasar modal di negara lain, khususnya dengan peraturan di Amerika Serikat. Perlindungan dimaksud tentu saja tidak mencakup perlindungan publik dimaksud di antaranya mengenai masalah perizinan, monitoring kegiatan dan integritas finansial dari perusahaan efek dan menjamin bahwa informasi yang disampaikan kepada publik memadai, membeberkan seluruh risiko yang dapat terjadi serta melakukan kebijakan dan upaya pencegahan terhadap penipuan efek (*securities fraud*) dan manipulasi pasar (*market manipulation*).

Pada dasarnya prinsip *full disclosure* tersebut dapat digambarkan sebagai berikut¹⁰⁹ :

a. Pernyataan pendaftaran (*registration statements*)

UU Pasar Modal berpegang pada pentingnya keterbukaan informasi investasi. Sebelum efek ditawarkan kepada publik, emiten dan penjamin pelaksana emisi harus/menyampaikan pernyataan pendaftaran ke Bapepam. Pernyataan pendaftaran terdiri dari seluruh informasi yang harus dikemukakan kepada publik. Pernyataan pendaftaran menjadi efektif apabila Bapepam mempertimbangkan bahwa seluruh informasi sudah diungkapkan dan dipandang cukup. Sebagaimana terdapat dalam UU Pasar Modal dan peraturan Bapepam, suatu pernyataan pendaftaran terdiri dari laporan keuangan yang telah diaudit, gambaran umum perusahaan, uraian tentang bisnis emiten, evaluasi tentang risiko

¹⁰⁹I Putu Gede Ary Suta, *Opcit*, hlm. 99

usaha, keterangan tentang penjaminan, *legal opinion*, sejarah umum perusahaan, dan keterangan-keterangan lain yang penting relevan.

Akuntan publik, konsultan hukum, penjamin emisi, dan para protan publik, konsultan hukum, penjamin emisi, dan para profesi penunjang pasar modal lainnya, sebagaimana terdapat dalam pernyataan pendaftaran, bertanggung jawab penuh terhadap akurasi dan kelengkapan informasi yang disajikan. Bagian pernyataan pendaftaran yang disebut prospectus harus disebarluaskan kepada masyarakat pada saat penawaran umum. Dokumen-dokumen yang disertakan dalam pernyataan pendaftaran juga merupakan dokumen publik yang disimpan di Pusat Referensi Pasar Modal, Bapepam.

Sebagai media komunikasi antara perusahaan yang akan menawarkan efeknya kepada masyarakat dengan masyarakat investor, pada saat melakukan pernyataan pendaftaran, emiten harus membuat prospektus. Prospektus tersebut berisi tentang latar belakang, kondisi perusahaan baik kondisi keuangan, status hukum dan kekayaan yang dimiliki, risiko yang dihadapi, serta rencana-rencana perusahaan di masa datang. Dalam prospektus tersebut, dilarang menyajikan informasi yang tidak benar dan menyesatkan yang dapat mengakibatkan investor salah dalam mengambil keputusan investasi.

UU Pasar Modal menyatakan bahwa menawarkan efek tanpa mengajukan pernyataan pendaftaran kepada Bapepam atau melakukannya sebelum pernyataan pendaftaran menjadi efektif, merupakan tindakan melawan hukum.

b. *Continuing disclosure*

Setelah penawaran umum dinyatakan efektif, emiten tetap harus menyampaikan informasi secara berkala dan fakta-fakta yang relevan dan penting yang menyangkut kejadian-kejadian dalam perusahaan yang dapat mempengaruhi keputusan investasi. *Disclosure* semacam itu harus diumumkan kepada publik dan disampaikan ke Bapepam dan merupakan dokumen publik yang tersedia bagi siapa saja yang memerlukan.

Informasi yang perlu diungkapkan kepada masyarakat investor oleh emiten pada dasarnya dibedakan menjadi dua jenis, yaitu informasi keuangan yang terdiri

dari laporan keuangan tahunan dan informasi non-keuangan tahunan dan tengah tahunan dan informasi non-keuangan yang berupa informasi mengenai kejadian penting yang dapat mempengaruhi keputusan investasi.

c. Kecukupan informasi perlindungan terbaik

Prinsip *full disclosure* terwujud jika informasi yang disampaikan kepada investor merupakan informasi yang benar dan memadai bagi investor, sehingga dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Biasanya, informasi yang disampaikan emiten masih berupa informasi yang memerlukan analisis dan interpretasi agar dapat dijadikan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Misalnya, investor perlu melakukan analisis terhadap laporan keuangan baik antar pos dalam laporan keuangan itu sendiri maupun menganalisis kecenderungan dari tahun ke tahun dan membandingkan dengan laporan keuangan perusahaan sejenis lainnya. Apabila investor tidak memiliki waktu atau keinginan untuk mengolah informasi lebih lanjut, maka investor dapat meminta petunjuk dari perusahaan efek atau penasihat investasi yang kompeten dalam bidangnya. Pada waktu yang sama, orang dalam (*insider*) tidak mempunyai keunggulan komparatif yang merugikan publik, karena mereka tidak dapat membeli atau menjual saham perusahaan sendiri sebelum informasi yang mempengaruhi keputusan investasi diketahui publik.

d. *Enforcement* terhadap *full disclosure*

UU Pasar Modal mengatur beberapa cara agar persyaratan *full disclosure* dapat diterapkan. *Pertama*, kealpaan, kesalahan atau ketidakcukupan *full disclosure* dapat dijatuhkan sanksi kriminal bagi emiten, *underwriter*, direksi perusahaan, komisaris, pemegang saham utama, akuntan atau konsultan hukum yang terlibat dalam penawaran umum. Sanksi ini berupa sanksi pidana atau denda. Lebih lanjut, ketidakcukupan *disclosure* dapat mengakibatkan dijatuhkannya hukuman perdata bagi pelaku-pelaku tersebut. Atas kesalahan-kesalahan tersebut, perusahaan efek atau *representative*-nya dapat dicabut izinnya dan dilarang beroperasi di pasar modal, sedangkan penjualan sahamnya dapat dibekukan atau *di-delist* dari pasar modal. Akuntan dan konsultan hukum dapat dicabut izinnya untuk melakukan praktik di pasar modal. Tidak hanya emiten dan pihak terkait

yang secara terus menerus menyampaikan informasi yang penting dan relevan, tetapi juga pihak-pihak lain dilarang untuk mengeluarkan pernyataan yang salah dan menyesatkan sehubungan dengan efek tersebut untuk tujuan-tujuan merugikan publik. Bapepam diberikan kewenangan berdasarkan UU Pasar Modal untuk melakukan investigasi atas kejahatan di pasar modal sehubungan dengan kasus-kasus yang dicurigai mengandung ketidakcukupan *disclosure*.

e. Penyempurnaan kebijakan

Kebijakan *full disclosure* yang termuat dalam UU Pasar Modal merupakan kelanjutan dari kebijakan yang terdapat dalam Keputusan Presiden No. 53 tahun 1990 dan Keputusan Menteri Keuangan No. 1548/KMK.013/1990 tahun 1990. Kebijakan *disclosure* ini sesuai dengan standar internasional. Aturan-aturan yang dikeluarkan Bapepam untuk hal tersebut sudah cukup rinci dan dimengerti baik oleh pelaku domestik dan internasional di pasar modal Indonesia. Selain soal kewajiban menyampaikan informasi seperti tersebut di atas, termasuk pemisahan antara pemilik perusahaan dengan pengelolanya. Perusahaan yang mempunyai manajemen terpisah dari pemiliknya diharapkan dapat membeirkan informasi yang lebih objektif dan lebih transparan. Hal ini akan menjadi suatu kebutuhan untuk terciptanya pasar modal yang *fair* dan efisien.

B. Penerapan Prinsip *Disclosure* Dalam Pasar Modal

1. Mekanisme Prinsip *Disclosure* Dalam Pasar Modal

a. Prinsip *Disclosure* Sebelum *Go Public*

Penawaran Umum atau sering disebut *Go Public* adalah kegiatan penawaran saham atau efek lainnya yang dilakukan oleh emiten (perusahaan yang akan *go public*) untuk menjual saham kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh UU Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanannya. Pada dasarnya proses penawaran umum baik pada masa sebelum *go public* menuju ke proses *go public* mencakup kegiatan-kegiatan sebagai berikut ¹¹⁰:

- a. Periode Pasar Perdana yaitu ketika efek ditawarkan kepada pemodal oleh penjamin emisi efek melalui para agen penjual yang ditunjuk

¹¹⁰Tjiptono Darmadji & Hendy M.Fakhrudin, *Pasar Modal Modern Pendekatan Tanya Jawab*, Jakarta, Salemba Empat, 2001, hlm. 44

- b Penjatahan Saham yaitu pengalokasian efek pesanan para pemodal sesuai dengan jumlah efek yang tersedia
- c Pencatatan efek di bursa yaitu pada saat efek tersebut mulai diperdagangkan di bursa.

Bagi perusahaan, dalam rangka operasionalisasi usahanya pasti memerlukan modal yang selain berasal dari perusahaan bersangkutan juga berusaha untuk mencari sumber alternatif lain di luar perusahaannya. Salah satu jalan dalam rangka mendukung tetap eksisnya perusahaan dengan mengikut sertakan masyarakat berpartisipasi dalam usaha perusahaan bersangkutan. Alternatif pendanaan dari dalam perusahaan, umumnya dengan menggunakan laba yang ditahan perusahaan. Sedangkan alternatif pendanaan dari luar perusahaan berasal dari kreditur berupa utang, maupun pendanaan yang bersifat penyertaan dalam bentuk saham (*equity*). Pendanaan melalui mekanisme penyertaan umumnya dilakukan perusahaan kepada masyarakat atau sering dikenal dengan *go public*.

Untuk *go public*, perusahaan perlu melakukan persiapan internal dan penyiapan dokumen sesuai dengan persyaratan untuk *go public* atau penawaran umum, serta memenuhi semua persyaratan yang ditentukan Bapepam. Adapun ketentuan yang harus dipenuhi emiten yang akan *go public* adalah¹¹¹ :

- a Tata cara pendaftaran dalam rangka penawaran umum
- b Pedoman mengenai bentuk dan isi pernyataan pendaftaran dalam rangka penawaran umum
- c Pedoman mengenai bentuk dan isi prospektus dan prospektus ringkas dalam rangka penawaran umum
- d Pedoman mengenai bentuk dan isi pernyataan dalam rangka penawaran umum

Sedangkan bagi emiten, persiapan yang harus dipenuhi dalam rangka mendukung proses penawaran umum tersebut yaitu¹¹²:

- a Manajemen perusahaan menetapkan rencana mencari dana melalui *go public*
- b Rencana *go public* tersebut dimintakan persetujuan kepada para pemegang saham dan perubahan Anggaran dasar dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham)
- c Emiten mencari profesi penunjang dan lembaga penunjang untuk membantu menyiapkan kelengkapan dokumen, diantaranya :

¹¹¹*Ibid*, hlm.45.

¹¹²*Ibid*, hlm.46

- Penjamin emisi (*underwriter*) untuk menjamin dan membantu emiten dalam proses emisi
- Profesi penunjang :
 - Akuntan publik, untuk melakukan audit atas laporan keuangan emiten untuk dua tahun terakhir
 - Notaris, untuk melakukan perubahan atas Anggaran Dasar, membuat akta perjanjian-perjanjian dalam rangka penawaran umum dan juga notulen-notulen rapat
 - Konsultan hukum, untuk memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*)
 - Penilai, untuk melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan dan menentukan nilai wajar dari aktiva tetap tersebut
- Lembaga penunjang :
 - Wali amanat akan bertindak selaku wali bagi kepentingan pemegang obligasi
 - Penanggung (*guarantor*)
 - Biro Administrasi Efek
 - Tempat Penitipan Harta (*Custodian*)
- d Mempersiapkan Kelengkapan Dokumen Emisi
- e Kontrak Pendahuluan dengan Bursa yang Efeknya akan dicatatkan
- f Penandatanganan perjanjian-perjanjian emisi
- g Khusus penawaran obligasi atau efek lainnya yang bersifat utang, terlebih dahulu harus memperoleh peringkat dari Lembaga Pemeringkat Efek
- h Menyampaikan pernyataan pendaftaran beserta dokumen-dokumennya kepada Bapepam, sekaligus melakukan ekspose terbatas di Bapepam

Inti dari pelaksanaan proses baik sebelum *go public* maupun sesudah berlakunya proses *go public* adalah dipenuhinya pelaksanaan prinsip *disclosure* di mana dengan dilaksanakannya prinsip tersebut berarti bagi calon emiten menginformasikan kondisi perusahaannya kepada publik. Hal ini terutama yang menjadi bahan pertimbangan dalam rangka mengambil keputusan investasi.

a1. *Disclosure* melalui Prospektus

Salah satu mekanisme agar investor mendapat kepastian bahwa emiten telah melaksanakan *disclosure* adalah keharusan bagi setiap perusahaan yang akan *go public* untuk menyediakan dokumen yang disebut prospektus. Berdasarkan pasal 1 angka 26 UU No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek.

Prospektus juga didefinisikan sebagai suatu dokumen resmi yang dibuat oleh perusahaan, agen atau penerbit sekuritas yang berisi informasi dan penjelasan ringkas namun padat mengenai berbagai hal, antara lain¹¹³ :

- a Status, struktur permodalan, kegiatan perusahaan serta hal lain yang berkaitan dengan perusahaan
- b Keterangan tentang sekuritas yang diterbitkan
Dokumen tersebut dimaksudkan agar investor atau masyarakat umum mengetahui keadaan perusahaan yang bersangkutan sebelum mengambil keputusan untuk melakukan investasi.

Selama ini dikenal tiga teori yang menempatkan informasi tentang perusahaan, termasuk yang terdapat dalam prospektus dalam rangka penawaran umum, dalam posisi berbeda yaitu¹¹⁴ :

- a. Teori *Random Walk*
Harga dari suatu efek yang terjadi sebelumnya tidak mempengaruhi harga yang sekarang atau yang akan datang, sehingga investor mendapatkan keuntungan di pasar modal karena kepedulian mereka
- b. Teori *Market Hypothesis*
Harga pasar dari suatu efek dipengaruhi oleh informasi yang diberikan kepada publik. Informasi tersebut akan menentukan apakah seseorang akan menjual, membeli atau menahan suatu efek, karena itu prospektus memegang peranan penting. Teori ini mengecam tindakan *insider trading* karena apabila informasi tidak disampaikan kepada publik maka publik akan dirugikan dan *insider* akan mendapatkan keuntungan
- c. Teori *Capital Asset Pricing*
Teori ini membedakan antara resiko yang sistematis dan resiko yang tidak sistematis serta mengajarkan bahwa resiko dalam melakukan investasi di pasar modal dapat dielemisir dengan melakukan diversifikasi. Informasi tentang suatu perusahaan tidaklah penting, yang terpenting adalah *Beta* dari suatu efek.

Berdasarkan peraturan perundang-undangan dan praktek dalam pasar modal di Indonesia, dikenal tiga macam prospektus, yaitu¹¹⁵ :

¹¹³Normin S. Pakpahan, *Kamus Hukum Ekonomi Edisi Pertama*, Jakarta, Elips, 1997, hlm. 135

¹¹⁴Munir Fuady, *Op cit*, hlm, 81

¹¹⁵*Ibid*, hlm. 83

1. Prospektus Biasa

Bapepam mewajibkan emiten yang akan melakukan penawaran umum untuk membuat prospektus yang berisi informasi mengenai keadaan emiten. Ketentuan mengenai prospektus ini diatur dalam pasal 78 UU No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yang diatur lebih lanjut dalam Keputusan Ketua Bapepam No Kep-51/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996 Peraturan No IX.C.2 mengenai Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus dalam rangka Penawaran Umum

2 Prospektus Ringkas

Bapepam mewajibkan emiten untuk mengiklankan prospektus ringkas di dua surat kabar berbahasa Indonesia yang salah satu beredar secara nasional, minimal tiga hari sebelum masa penawaran umum dimulai. Mekanisme prospektus ringkas merupakan metode transparansi yang sangat mahal tetapi tidak efektif karena untuk menganalisa kondisi dan prospek perusahaan tidak cukup dalam waktu tiga hari, selain biaya pemasangan iklan prospektus ringkas sangat mahal.

Ketentuan mengenai prospektus ringkas diatur dalam Keputusan Ketua Bapepam No. Kep/51/PM/1996 tanggal 17 Januari Peraturan No.IX.C.3 tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus Ringkas dalam rangka Penawaran Umum

3 Prospektus dalam rangka Penawaran Umum oleh Perusahaan Menengah dan Kecil

Ketentuan mengenai prospektus untuk perusahaan menengah dan kecil diatur dalam Keputusan Ketua Bapepam No.Kep-56/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996 Peraturan No.IX.C.8 mengenai Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus dalam rangka Penawaran Umum oleh Perusahaan Menengah dan Kecil.

Prospektus merupakan salah satu dokumen pokok yang diperlukan oleh suatu perusahaan yang akan melakukan penawaran umum, karena itu informasi yang terdapat di dalam prospektus harus memuat segala sesuatu yang menggambarkan keadaan emiten sehingga informasi tersebut dapat dijadikan

dasar pertimbangan untuk menetapkan keputusan investasinya. Agar emiten tidak menerbitkan prospektus yang dapat merugikan emiten, maka UU No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal memberikan rambu-rambu yuridis bagi suatu prospektus, antara lain¹¹⁶ :

- a. Dilarang memuat hal-hal :
 - Keterangan yang tidak benar tentang fakta material
 - Tidak memuat keterangan yang benar tentang fakta materialKetentuan ini diperlukan agar prospektus tidak memberikan gambaran yang menyesatkan. Apabila emiten menyajikan informasi yang tidak benar atau tidak menyajikan informasi yang benar mengenai fakta material maka hal ini akan membuat investor mengambil keputusan yang salah
- b. Memuat semua rincian mengenai fakta material
Fakta material adalah fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.
- c. fakta dan pertimbangan yang terpenting ditempatkan pada tempat yang paling awal
Fakta dan pertimbangan-pertimbangan yang paling penting harus dibuat ringkasannya dan diungkapkan pada bagian awal Prospektus. Urutan penyampaian fakta pada prospektus ditentukan oleh relevansi fakta tersebut terhadap masalah tertentu dan bukan urutan yang terdapat dalam Keputusan Ketua Bapepam mengenai Pedoman Bentuk dan Isi Prospektus dalam rangka Penawaran Umum.
- d. Ekstra hati-hati dalam menggunakan foto, diagram atau tabel karena dapat menimbulkan *misleading*
Emiten harus berhati-hati apabila menggunakan foto, diagram atau tabel pada prospektus karena hal-hal tersebut dapat memberi kesan yang menyesatkan kepada masyarakat. Emiten harus menjaga agar informasi yang penting tidak dikaburkan dengan informasi yang kurang penting sehingga informasi yang penting luput dari perhatian.
- e. Menggunakan bahasa yang jelas dan komunikatif
Emiten, Penjamin Pelaksana Emisi, dan Lembaga serta Profesi Penunjang Pasar Modal bertanggungjawab untuk menentukan dan mengungkapkan fakta secara jelas dan mudah dibaca.
- f. Pengungkapan fakta material ditekankan sesuai dengan bidang usaha
Pengungkapan fakta material harus dilakukan secara jelas dengan penekanan sesuai dengan bidang usahanya sehingga prospektus tidak menyesatkan.
- g. Harus ada pernyataan bahwa sehubungan dengan penawaran umum maka setiap pihak terafiliasi dilarang memberikan keterangan atau

¹¹⁶ Munir Fuady, *Ibid*, hlm.83

- pernyataan mengenai data yang tidak diungkapkan dalam prospektus tanpa persetujuan tertulis dari emiten dan Penjamin Pelaksana Emisi
- h. Menurut penjelasan pasal 78 ayat (3) UU No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, prospektus minimal harus memuat :
- Uraian tentang Penawaran Umum
Prospektus harus memuat semua rincian dan fakta material mengenai Penawaran Umum dari emiten yang dapat mempengaruhi keputusan pemodal, yang dapat diketahui oleh emiten dan Penjamin Pelaksana Emisi Efek.
 - Tujuan dan penggunaan dana penawaran umum
Keterangan tentang tujuan Penawaran Umum dan penggunaan dana yang diperoleh dari hasil Penawaran Umum setelah dikurangi dengan biaya-biaya yang dibuat secara rinci.
 - Analisis dan pembahasan mengenai kegiatan dan keuangan
Merupakan uraian singkat yang membahas dan menganalisa laporan keuangan dan informasi lain dengan penekanan pada perubahan-perubahan penting dan relevan yang terjadi sejak laporan tahunan terakhir atau sejak pernyataan pendaftaran diajukan
 - Resiko Usaha
Keterangan tentang resiko yang disebabkan antara lain oleh persaingan, pasokan bahan baku, ketentuan negara lain atau peraturan internasional dan kebijakan pemerintah
 - Data Keuangan
Ikhtisar data keuangan merupakan informasi tentang perbandingan selama lima tahun buku sejak awal perusahaan bila perusahaan belum lima tahun menjalankan usahanya.
 - Keterangan dari segi hukum.
Keterangan dari segi hukum berdasarkan pada pendapat dari Konsultan Hukum
 - Informasi mengenai pemesanan pembelian efek
 - Keterangan mengenai Anggaran Dasar
 - Anggaran Dasar yang diungkapkan adalah Anggaran Dasar terakhir yang telah disetujui oleh Menteri Kehakiman.
- i. Harus ada "klausula huruf besar" (klausula yang berhuruf besar) yaitu :
- **BAPEPAM TIDAK MEMBERIKAN PERNYATAAN MENYETUJUI ATAU TIDAK MENYETUJUI EFEK INI. TIDAK JUGA MENYATAKAN KEBENARAN ATAU KECUKUPAN ISI PROSPEKTUS INI. SETIAP PERNYATAAN YANG BERTENTANGAN DENGAN HAL-HAL TERSEBUT ADALAH MELANGGAR HUKUM**
 - **EMITEN DAN PENJAMIN EMISI EFEK (JIKA ADA) BERTANGGUNG JAWAB SEPENUHNYA ATAS KEBENARAN SEMUA INFORMASI ATAU FAKTA MATERIAL SERTA KEJUJURAN PENDAPAT YANG TERCANTUM DALAM PROSPEKTUS INI**
 - Jika direncanakan, untuk menstabilkan harga efek tertentu maka harus ada klausula huruf besar sebagai berikut :

DALAM RANGKA MEMPERTAHANKAN HARGA EFEK YANG SAMA, BAIK JENIS MAUPUN KELASNYA DENGAN YANG DITAWARKAN PADA PENAWARAN UMUM INI, PENJAMIN EMISI DAPAT MELAKUKAN STABILISASI HARGA PADA TINGKAT HARGA YANG LEBIH TINGGI DARI YANG MUNGKIN TERJADI DI BURSA EFEK. SEKIRANYA TIDAK DILAKUKAN STABILISASI HARGA, MAKA BAIK STABILISASI HARGA MAUPUN PENAWARAN UMUM TERSEBUT DAPAT DIHENTIKAN SEWAKTU-WAKTU.

a2. Disclosure melalui Legal Audit

Konsultan hukum dari perusahaan yang akan melakukan penawaran umum wajib membuat *legal audit*. Pemeriksaan hukum (*legal audit*) adalah pemeriksaan terhadap hukum tertulis atau tak tertulis yang relevan untuk memecahkan suatu kasus atau untuk memberikan pendapat hukum terhadap suatu masalah, pemeriksaan kelengkapan atau kebenaran seluruh dokumen dan atau persyaratan yang harus dipenuhi oleh suatu perusahaan menurut undang-undang yang berlaku.

Bagi konsultan hukum, sebagai pihak yang berkompeten dalam pemeriksaan hukum (*legal audit*) terikat secara langsung dengan kode etik yang berkenaan dengan hal tersebut. Kode etik mana adalah kode etik berdasarkan standar pemeriksaan hukum yaitu pedoman dasar pelaksanaan tugas konsultan hukum secara profesional yang sangat penting artinya bagi seorang konsultan hukum untuk menghasilkan kajian berupa analisis, pendapat dan saran-saran dengan menyajikannya dalam bentuk Laporan Pemeriksaan Hukum.

Laporan tersebut memuat fakta, keterangan, dan informasi lainnya mengenai aspek hukum emiten. Laporan dimaksud kemudian diintisarikan dalam bentuk pendapat hukum konsultan hukum. Dalam melaksanakan tugasnya, konsultan hukum harus memiliki integritas, obyektivitas, kemandirian (*independensi*) dan tunduk kepada kode etik konsultan hukum.

Dalam membuat *legal audit*, seorang konsultan hukum harus memperhatikan beberapa prinsip sebagai berikut¹¹⁷ :

- a. Tujuan dibuatnya *legal audit* adalah untuk memenuhi prinsip *disclosure*, karena itu laporan *legal audit* harus disediakan bagi publik sebagai *public information*

¹¹⁷Normin S. Pakpahan, *Opcit*, hlm. 101

- b. *Legal audit* dipakai oleh konsultan hukum untuk membuat *legal opinion*
- c. Dalam membuat *legal audit*, seorang konsultan hukum harus mengobservasi hal-hal yang bersifat material
- d. Dalam membuat *legal audit*, konsultan hukum harus menggunakan pendekatan berdasarkan pemeriksaan fisik, dokumen, dan pemeriksaan berdasarkan informasi

Himpunan Konsultan Hukum telah mengeluarkan standar mengenai hal-hal yang harus diperiksa dan dilaporkan oleh Konsultan Hukum dalam *legal audit*nya yaitu ¹¹⁸:

- a. Anggaran Dasar emiten dan perubahannya
- b. Permodalan dan saham
- c. Direksi dan Dewan Komisaris
- d. izin dan persetujuan
- e. Asset
- f. Asuransi
- g. Tenaga kerja
- h. Penyertaan pada perusahaan lain
- i. Perjanjian-perjanjian
- j. Persetujuan dalam rangka emisi
- k. Perkara-perkara

a3. *Disclosure* melalui Legal Opinion

Legal opinion/legal memorandum adalah memo atau pernyataan tertulis yang berisi pendapat hukum atas suatu masalah berdasarkan pemeriksaan hukum positif yang dibuat oleh ahli hukum.

Menurut Standar Pemeriksaan Hukum yang dikeluarkan oleh Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal, *legal opinion* adalah pendapat hukum yang diberikan berdasarkan Laporan Pemeriksaan Hukum (*legal audit*).

Dalam memberikan *legal opinion*, hendaknya mengindahkan hal-hal sebagai berikut ¹¹⁹:

- a. Tujuan Pemeriksaan
Dalam laporan pemeriksaan harus disebutkan tujuan dilakukannya pemeriksaan hukum. Misalnya, untuk tujuan emisi efek, penggabungan, peleburan, dan pengambilalihan.

¹¹⁸Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal, *Standar Pemeriksaan Hukum dan Pendapat Hukum*, Jakarta, 1995, hlm.4

¹¹⁹*Ibid*, hlm.2

- b. Prinsip keterbukaan (transparansi)
Pemeriksaan hukum dilakukan untuk memenuhi prinsip keterbukaan di pasar modal.
- c. Landasan Pendapat Hukum
Laporan pemeriksaan hukum adalah merupakan landasan bagi Konsultan Hukum untuk memberikan Pendapat Hukum (*legal opinion*)
- d. Prinsip materialitas
Pemeriksa perlu memperhatikan hal-hal yang penting dan relevan mengenai obyek yang diperiksa.

Apabila emiten telah pernah melakukan emisi efek dan kemudian melakukan emisi efek lagi dengan menunjuk konsultan hukum yang berbeda, maka konsultan hukum terakhir ini wajib memeriksa emiten secara keseluruhan untuk dapat memberikan pendapat hukum tentang emiten yang dapat ia pertanggungjawabkan.

Legal opinion (pendapat hukum) lebih ringkas dibandingkan dengan *legal audit* karena tidak memaparkan fakta atau data tetapi lebih menitikberatkan pada pendapat terhadap fakta atau data tersebut. Berbeda dengan *legal audit* yang tidak termuat dalam prospektus tetapi tersedia untuk publik, *legal opinion* harus dimuat dalam prospektus.

a4. Disclosure melalui Public Expose

Public Expose merupakan suatu acara di mana emiten dan pihak lain yang terlibat menerangkan kepada publik mengenai keadaan emiten. *Public Expose* dilakukan menjelang dilaksanakannya penawaran efek kepada publik pada pasar perdana¹²⁰.

Dalam *public expose*, tercetus keinginan, ide, dan gagasan dalam rangka perluasan usaha perusahaan dan menarik masyarakat agar bersedia menanamkan dananya ke perusahaan bersangkutan. Dengan dana yang berhasil dihimpun dari masyarakat melalui pasar modal, perusahaan memiliki kesempatan yang lebih besar untuk merealisasikan gagasan dan strategi pengembangan perusahaan sesuai dengan rencana yang telah disusunnya. Gagasan tersebut misalnya keinginan perusahaan untuk melakukan ekspansi usaha perusahaan, baik dengan cara

¹²⁰Munir Fuady, *Opcit*, hlm.95

memperbesar kapasitas produksi, membangun pabrik baru, maupun melakukan diversifikasi usaha dan resiko usaha yang pada intinya meningkatkan nilai bagi pemegang saham.

Dengan rencana *public expose* tersebut, perusahaan akan semakin populer di mata masyarakat. Media cetak maupun elektronik khususnya yang memfokuskan pemberitaannya pada masalah bisnis akan terus mempromosikan perusahaan beserta produk atau jasa yang diberikan. Setidaknya, nama perusahaan akan setiap hari tercantum di media cetak yang memiliki kolom khusus mengenai perkembangan harga saham di bursa efek. Hal ini merupakan media promosi gratis yang tidak diperoleh perusahaan bila efeknya tidak ditawarkan kepada masyarakat melalui pasar modal.

Selain itu, dengan melakukan *public expose* perusahaan dapat juga memperbaiki struktur permodalannya dengan cara mengurangi beban atau kewajiban perusahaan untuk membayar kembali bunga dan pokok pinjaman dengan menggunakan sebagian dari hasil emisi. Dalam hal dana yang digunakan berasal dari penerbitan obligasi, manajemen perusahaan akan lebih leluasa mengelolanya dikarenakan sifat atau jangka waktu pemenuhan kewajibannya yang relatif lebih panjang dibandingkan pinjaman yang berasal dari sektor lain di luar pasar modal.

b. Prinsip *Disclosure* Setelah *Go Public*

b1. Informasi Keuangan

Perusahaan yang telah *go public* mempunyai kewajiban untuk menyampaikan laporan keuangannya secara periodik kepada Bapepam dan mengumumkannya kepada publik. Ketentuan ini diatur dalam pasal 86 ayat (1) huruf a UU No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal mengenai Pelaporan dan Keterbukaan Informasi yang dijabarkan lebih lanjut dalam Keputusan Ketua Bapepam No.Kep-80/PM/1996 Peraturan No.X.K.2 mengenai Kewajiban Penyampaian Laporan Keuangan Berkala.

Laporan keuangan adalah produk dari manajemen dalam rangka mempertanggungjawabkan (*stewardship*) penggunaan sumber daya dan sumber

dana yang dipercayakan kepadanya. Secara umum, laporan ini menyediakan informasi tentang posisi keuangan pada saat tertentu, kinerja dan arus kas dalam suatu periode yang ditujukan bagi pengguna laporan di luar perusahaan untuk menilai dan mengambil keputusan yang bersangkutan dengan perusahaan. Sebagai sumber informasi, laporan keuangan harus disajikan secara wajar, transparan, mudah dipahami dan dapat diperbandingkan dengan tahun sebelumnya ataupun antar perusahaan sejenis¹²¹.

Dalam alam global seperti sekarang ini, penggunaan laporan keuangan tidak terbatas dari dalam negeri, tetapi meluas tanpa batas wawasan kenegaraan. Hal ini terbukti pada pasar modal Indonesia didominasi investor asing dan sebaliknya terdapat beberapa perusahaan lokal yang telah mendunia dengan mencatatkan efek di dalam maupun di luar negeri. Untuk dapat memenuhi kepuasan pengguna laporan yang tak terbatas, maka laporan keuangan harus disusun berdasar suatu standar akuntansi yang dapat disepadankan bertaraf internasional. Begitu juga halnya dengan Bapepam, sebagai anggota *International Organization of Securities Commissions*, mensyaratkan untuk menggunakan *International Accounting System* (IAS) dalam menyusun laporan keuangan pelaku pasar modal¹²².

Dengan menerapkan Standar Akuntansi Keuangan secara tepat diharapkan bahwa laporan keuangan akan memberi gambaran sebenarnya tentang kinerja manajemen perusahaan pada masa lalu dan prospek di masa datang, sehingga dapat dipercaya dan diandalkan oleh investor sebagai acuan dalam mengambil keputusan investasi. Laporan yang disusun sesuai dengan Standar Akuntansi Keuangan pada akhirnya akan meningkatkan kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan dan akuntan publik sebagai pemberi opini atas laporan keuangan perusahaan.

Beberapa peraturan yang dikeluarkan oleh Bapepam berkenaan dengan prinsip *disclosure* terhadap laporan keuangan diantaranya :

¹²¹Chairul Marom, *Pedoman Penyajian laporan Keuangan*, Grasindo, Jakarta, 2001, hlm. 2

¹²²*Ibid*, hlm. 4

- a. Peraturan Bapepam No VIII.G.7 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No.Kep-06/PM/2000 tentang Pedoman Penyajian Laporan Keuangan.
- b. Peraturan Bapepam No.X.K.2 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No.Kep-80/PM/1996 tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Keuangan Berkala. Ketentuan ini menggariskan tentang tata cara penyusunan laporan keuangan tahunan maupun tengah tahunan serta saat penyampaian laporan keuangan tengah tahunan kepada Bapepam.
- c. Surat Ketua Bapepam No.S-298/PM/1993 perihal Kewajiban menyampaikan Laporan Keuangan Konsolidasi. Surat ini mengatur mengenai kewajiban menyajikan laporan keuangan konsolidasi apabila penyertaan saham oleh perusahaan publik pada perusahaan lain mempunyai kepemilikan lebih dari 50%. Dikatakan, bahwa sambil menunggu LAI mengatur masalah ini secara jelas maka untuk tujuan pasar modal, emiten wajib mengikuti ketentuan sebagaimana digariskan dalam Pernyataan FASB No.94 (*FSAB Statement No.94 Consolidation of All Majority Owned Subsidiaries*).
- d. Peraturan Bapepam No.X.K.4 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-15/PM/1993 tentang Laporan Realisasi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum. Surat ini menggariskan mengenai kewajiban setiap emiten untuk melaporkan realisasi penggunaan dana hasil emisi kepada Bapepam setiap tiga bulan. Di samping itu, digariskan juga mengenai prosedur yang harus ditempuh bila terjadi perubahan rencana penggunaan dana hasil emisi sebagaimana diungkapkan dalam prospektus.
- e. Surat Ketua Bapepam No.S-456/PM/1991 perihal Pembelian Saham atau Penyertaan Pada Perusahaan Lain. Surat ini menggariskan tentang prosedur yang harus ditempuh oleh setiap emiten dalam hal adanya rencana untuk membeli saham atau melakukan penyertaan pada perusahaan lain.

b2. Informasi Non Keuangan

Selain informasi keuangan, Bapepam juga mengharuskan emiten untuk menyampaikan informasi non keuangan, yaitu informasi mengenai kejadian penting dan relevan yang dapat mempengaruhi nilai efek perusahaan atau keputusan investor. Informasi non keuangan antara lain meliputi¹²³ :

- a. Laporan kejadian material
Emiten diwajibkan untuk membuat laporan yang merupakan kejadian material. Laporan tersebut harus disampaikan kepada Bapepam dan diumumkan kepada masyarakat paling lambat hari kedua setelah kejadian material. Menurut pasal 1 UU No 8 Tahun

¹²³Munir Fuady, *Ibid*, hlm.98-103

1995 tentang Pasar Modal, informasi atau kejadian/fakta material adalah segala informasi atau fakta penting dan relevan tentang suatu peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek di bursa efek dan atau keputusan calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut. Penjelasan pasal 1 angka 8 UU No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyebutkan contoh kejadian atau informasi material sebagai berikut :

- Merger, konsolidasi, akuisisi atau pembentukan usaha baru
- Pemecahan saham atau pembagian deviden
- Pendapatan dan deviden yang bersifat luar biasa
- Perolehan atau kehilangan kontrak penting
- Produk atau penemuan baru yang berarti
- Perubahan tahun buku perusahaan
- Perubahan dalam pengendalian atau perubahan penting dalam manajemen
- Selanjutnya, ketentuan pasal 1 UU No 8 Tahun 1995 dijabarkan dalam Keputusan Ketua Bapepam No Kep-86/PM/1996 tentang Keterbukaan Informasi yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik, yang antara lain menentukan bahwa bila terjadi kejadian atau fakta material maka harus dilaporkan kepada Bapepam dan diumumkan kepada masyarakat paling lambat pada hari kerja kedua setelah kejadian tersebut.

b. Laporan karena adanya benturan kepentingan

Benturan kepentingan timbul karena adanya kepentingan ekonomi yang berbeda antara perusahaan dengan direktur, komisaris atau pemegang saham utama perusahaan. Transaksi yang mengandung benturan kepentingan harus dilaporkan kepada Bapepam. Apabila timbul benturan kepentingan yang disebut 'akuisisi internal', maka harus diumumkan akan diselenggarakannya RUPS dan harus diumumkan melalui dua surat kabar nasional.

c. Laporan Realisasi Penggunaan Dana

Ketentuan mengenai laporan realisasi penggunaan dana hasil penawaran umum diatur dalam Keputusan Ketua Bapepam No.Kep-81/PM/1996 Peraturan No.X.K.4 tentang Laporan Realisasi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum.

Dana yang diperoleh emiten setelah *listing* di bursa berasal dari masyarakat, karena itu masyarakat mempunyai kepentingan untuk mengetahui apakah penggunaan dana tersebut sesuai dengan tujuan semula. Konsekuensi dari hal ini adalah emiten diharuskan untuk melaporkan penggunaan dana hasil penawaran umum kepada Bapepam selama sisa dana tersebut masih belum dipakai. Sedangkan emiten yang telah menggunakan seluruh dana harus melampirkan surat pernyataan di atas materai bahwa seluruh dana tersebut telah habis digunakan paling lambat tiga bulan sehingga tidak perlu lagi menyampaikan laporan tersebut.

- d Laporan dalam hal terjadinya *tender offer*
Tender offer (penawaran langsung) adalah suatu metode penawaran untuk membeli saham perusahaan kepada pemegang saham secara langsung dengan harga dan waktu tertentu sebagai lawan dari penawaran saham melalui bursa efek.
Menurut pasal 83 UU No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pihak yang melakukan *tender* untuk membeli efek pada perusahaan terbuka wajib mengikuti ketentuan mengenai keterbukaan, kewajiban dan pelaporan sebagaimana yang ditetapkan oleh perundang-undangan
- e Laporan oleh pemegang saham tertentu
Undang-undang mengharuskan pemegang saham tertentu untuk menyampaikan laporannya kepada Bapepam paling lambat sepuluh hari sejak transaksi dan salinannya harus disediakan untuk publik.
Pemegang saham tersebut adalah Direktur atau komisaris pemegang saham dari perusahaan terbuka tersebut dan para pemegang saham yang memiliki 5% saham atau lebih dari saham setor.

2. Kewajiban dan Tanggungjawab Emiten Dalam Penerapan Prinsip

Disclosure

Satu karakteristik yang membedakan pasar modal dengan industri keuangan lainnya seperti perbankan dan asuransi adalah relatif tingginya resiko investasi yang melingkupi kegiatan industri sekuritas tersebut. Terkadang ada saja pihak yang menganalogikan portofolio investasi dengan judi atau kegiatan spekulatif murni lainnya. Terlepas dari asumsi yang ada, sesungguhnya resiko di pasar modal dapat diukur atau diperhitungkan dengan menggunakan berbagai metode penghitungan yang ada, meskipun tetap harus diakui bahwa ada saja faktor-faktor lain yang baik secara langsung maupun tidak langsung dapat mempengaruhi fluktuasi harga efek emiten.

Akurat atau tidaknya metode penghitungan dan perkiraan yang dibuat akan sangat tergantung dari tersedianya informasi yang akan diolah dan digunakan dalam mengkalkulasi resiko dan tentunya juga potensi keuntungan dari investasi yang dilakukan. Hampir seluruh peraturan pasar modal di Indonesia bersentuhan dengan keberadaan emiten atau perusahaan publik. Dari sekian banyak aturan tentang emiten atau perusahaan publik tersebut, mayoritas mengatur mengenai kewajiban yang harus dipenuhi emiten atau perusahaan publik tersebut. Dan bila dirinci lagi, dapat dikatakan bahwa sebagian besar dari

kewajiban tersebut adalah berkaitan dengan pelaksanaan dari prinsip *disclosure*, yakni mengatur informasi apa yang harus diungkapkan, bagaimana cara mengungkapkannya, kepada siapa harus diungkapkan, dan kapan pengungkapannya harus dilakukan.

Prinsip *disclosure* pada hakekatnya adalah prinsip, pedoman atau kewajiban yang melekat pada emiten atau perusahaan publik serta pihak lain yang terkait dengan emiten atau perusahaan publik tersebut untuk mengungkapkan informasi material mengenai usahanya atau efeknya yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan portofolio investasi pemodal. Informasi yang disampaikan tersebut harus memenuhi syarat kewajaran, kecukupan, kelengkapan, kebenaran dan ketepatan waktu penyampaian sesuai dengan ketentuan yang berlaku. Prinsip *disclosure* ini mengikat perusahaan sejak pe lain di luar perusahaan. Informasi dimaksud antara lain berupa¹²⁴ :

- a. Riwayat perusahaan beserta perkembangannya, sejak berdiri hingga disampaikannya pernyataan pendaftaran kepada Bapepam, termasuk pula perubahan penting dalam komposisi kepemilikan saham perusahaan setelah pendirian, kejadian-kejadian dan perjanjian-perjanjian penting yang melibatkan perusahaan, gambaran dari sarana dan prasarana yang dikuasai emiten, serta hubungan afiliasi perusahaan dengan perusahaan lain
- b. Uraian secara umum mengenai kegiatan usaha perusahaan, produk dan atau jasa utama yang diberikan termasuk :
 1. keterangan tentang sumber dan tersedianya bahan baku atau produksi serta tingkat ketergantungan pada pemasok tertentu
 2. keterangan tentang proses produksi dan pengendalian umum
 3. kapasitas dan hasil produksi selama 5 (lima) tahun atau sejak perusahaan berdiri jika kurang dari 5 (lima) tahun
 4. produk dan jasa utama perusahaan
 5. masa berlaku dari paten, merk, lisensi, *franchise* dan konsesi utama, serta pentingnya hal tersebut bagi perusahaan
 6. besarnya ketergantungan perusahaan terhadap satu atau sekelompok pelanggan
 7. sifat dari kegiatan usaha perusahaan (jika ada)
 8. kegiatan usaha perusahaan sehubungan dengan modal kerja yang menimbulkan resiko khusus
 9. uraian tentang pesanan yang sedang menumpuk, perkembangan dan pesanan-pesanan tersebut dalam 3 (tiga) tahun terakhir

¹²⁴Tjiptono Darmadji & Hendy M. Fakhruddin, *Opcit*, hlm.45

- dan kemungkinan penumpukan pesanan pada masa yang akan datang
10. ketergantungan pada kontrak-kontrak dengan pemerintah
 11. informasi singkat tentang pengeluaran untuk riset dan pengembangan
 12. uraian tentang kegiatan pemasaran antara lain mencakup :
 - daerah pemasaran produk
 - sistem penjualan dan distribusi ; dan
 - data tentang penjualan dari perusahaan dan anak perusahaan, dalam nilai rupiah (dijelaskan kesesuaiannya dengan laporan keuangan) dan dalam satuan (jika ada) selama 5 (lima) tahun terakhir atau sejak berdirinya jika kurang dari 5 (lima) tahun (jika mungkin, data penjualan dirinci menurut kelompok produk utama)
- c. Keterangan atau identitas pengurus perusahaan (direksi dan komisaris) seperti umur, kewarganegaraan, pengalaman kerja dan riwayat jabatan, serta latar belakang pendidikan dari semua pengurus perusahaan
 - d. Sumber daya manusia atau organisasi perusahaan, meliputi rincian pegawai menurut jabatan dan pendidikan yang dituangkan dalam bentuk tabel dan jika ada, harus diungkapkan pula informasi mengenai tenaga kerja asing yang dipekerjakan perusahaan, sarana pendidikan dan pelatihan pegawai serta sarana dan fasilitas kesejahteraan seperti pengobatan, transportasi, asuransi, koperasi, dana pensiun, dan lain-lain
 - e. Struktur modal saham pada waktu prospektus diterbitkan yang meliputi modal dasar, modal ditempatkan dan modal disetor penuh, termasuk :
 - seluruh jumlah dan nilai saham yang akan ditawarkan kepada masyarakat
 - jumlah saham, nilai nominal per saham yang akan ditawarkan kepada masyarakat
 - keterangan tentang apakah saham yang diterbitkan akan ditawarkan kepada umum merupakan saham dalam simpanan (portopel) dan atau saham yang akan disetor penuh (divestasi)
 - keterangan tentang jumlah dan persentase saham yang akan dicatatkan pada bursa efek ; dan
 - keterangan tentang maksud emiten atau pemegang saham yang ada untuk mengeluarkan atau tidak mengeluarkan, mencatatkan atau tidak mencatatkan saham lain dan efek lain yang dapat dikonversikan menjadi saham dalam waktu 12 (dua belas) bulan setelah tanggal efektif
 - f. Keterangan tentang rincian dari struktur modal saham sebelum dan sesudah penawaran umum yang harus mencakup informasi mengenai :

- modal dasar, modal ditempatkan dan disetor penuh (jumlah saham, nilai nominal dan jumlah nilai nominal)
 - rincian kepemilikan saham oleh pemegang saham yang memiliki 5% atau lebih, direktur dan komisaris (jumlah saham, nilai nominal dan persentase)
 - saham dalam simpanan (portopel) yang mencakup jumlah saham dan nilai nominal ; dan
 - proforma modal saham apabila efek dikonversikan (jika ada)
- g Keterangan rinci mengenai rencana penggunaan dana yang diperoleh dari penawaran umum setelah dikurangi dengan biaya-biaya yang mencakup antara lain :
- rincian penggunaan dana sesuai dengan tujuan penawaran umum seperti pengembangan sarana yang ada, diversifikasi, penambahan modal kerja dan sebagainya
 - rincian untuk pembayaran utang, seluruhnya atau sebagian, dan jika kreditur yang akan dibayar adalah afiliasi dari emiten maka fakta tersebut dan sifat hubungannya dengan emiten harus pula diungkapkan; dan
 - rincian yang diperkirakan akan digunakan secara langsung atau tidak langsung untuk pembelian atau investasi dalam perusahaan lain (jika ada) dan jika perusahaan dimaksud adalah pihak terafiliasi dengan emiten, maka fakta tersebut dan sifat hubungannya dengan emiten harus pula diungkapkan.
- h Pernyataan mengenai hutang perusahaan yang meliputi :
- pernyataan mengenai posisi seluruh kewajiban pada tanggal laporan keuangan terakhir yang meliputi jumlah kewajiban jangka pendek dan jangka panjang
 - penjelasan rincian masing-masing kewajiban sesuai dengan akun-akun kewajiban di dalam neraca ; dan
 - keterangan tentang komitmen dan kontinjensi yang ada pada tanggal laporan keuangan terakhir

Dapat dibayangkan, belum ditawarkan atau dijual kepada masyarakat saja perusahaan sudah diwajibkan untuk membuka isi perusahaan kepada pihak lain di luar perusahaan seperti penjamin emisi dan profesi penunjang pasar modal, dan tentunya kepada Bapepam. Hampir tidak ada lagi informasi mengenai perusahaan yang dapat dirahasiakan sepanjang informasi tersebut bersifat material dan dapat mempengaruhi keputusan informasi pemodal atau calon pemodal.

a. Prinsip *Disclosure* dan Emiten

a1. *Disclosure* Dalam Rangka Emisi

Dalam prospektus yang merupakan bagian dari pernyataan pendaftaran yang diajukan kepada Bapepam, perusahaan lain telah diwajibkan untuk mengungkapkan berbagai informasi mengenai perusahaan, yang ada dalam kondisi normal akan sangat riskan bila diketahui pihak lain di luar perusahaan. Informasi dimaksud berupa¹²⁵ :

- a. Riwayat perusahaan beserta perkembangannya, sejak berdiri hingga disampaikan pernyataan pendaftaran kepada Bapepam, termasuk pula perubahan penting dalam komposisi kepemilikan saham perusahaan setelah pendirian, kejadian-kejadian dan perjanjian-perjanjian yang melibatkan perusahaan, gambaran dari sarana dan prasarana yang dikuasai emiten, serta hubungan afiliasi perusahaan dengan perusahaan lain.
- b. Uraian secara umum mengenai usaha perusahaan, produk dan atau jasa utama yang diberikan termasuk :
 1. keterangan tentang sumber dan tersedianya bahan baku atau produksi serta tingkat ketergantungan pada pemasok tertentu
 2. keterangan tentang proses produksi dan pengendalian umum
 3. kapasitas dan hasil produksi selama 5 (lima) tahun atau sejak perusahaan berdiri jika kurang dari 5 (lima) tahun
 4. produk dan jasa utama perusahaan
 5. masa berlaku dari paten, merk, lisensi, *franchise* dan konsesi utama, serta pentingnya hal tersebut bagi perusahaan
 6. besarnya ketergantungan perusahaan terhadap satu atau sekelompok pelanggan
 7. sifat dari kegiatan usaha perusahaan (jika ada)
 8. kegiatan usaha perusahaan sehubungan dengan modal kerja yang menimbulkan resiko khusus
 9. uraian tentang pesanan yang sedang menumpuk, perkembangan dan pesanan-pesanan tersebut dalam 3 (tiga) tahun terakhir dan kemungkinan penumpukan pesanan pada masa yang akan datang
 10. ketergantungan pada kontrak-kontrak dengan pemerintah
 11. informasi singkat tentang pengeluaran untuk riset dan pengembangan
 12. uraian tentang kegiatan pemasaran, antara lain mencakup :
 - daerah pemasaran produk
 - sistem penjualan dan distribusi ; dan
 - data tentang penjualan dari perusahaan dan anak perusahaan, dalam nilai rupiah (dijelaskan kesesuaiannya dengan laporan

¹²⁵Tjiptono Darmadji & Hendy M.Fakhrudin, *Opcit*, hlm.45

keuangan) dan dalam satuan (jika ada) selama 5 (lima) tahun terakhir atau sejak berdirinya jika kurang dari 5 (lima) tahun (jika mungkin, data penjualan dirinci menurut kelompok produk utama)

- c. Keterangan atau identitas pengurus perusahaan (direksi dan komisaris) seperti umur, kewarganegaraan, pengalaman kerja dan riwayat jabatan, serta latar belakang pendidikan dari semua pengurus perusahaan
- d. Sumber daya manusia atau organisasi perusahaan, meliputi rincian pegawai menurut jabatan dan pendidikan yang dituangkan dalam bentuk tabel dan jika ada, harus diungkapkan pula informasi mengenai tenaga kerja asing yang dipekerjakan perusahaan, sarana pendidikan dan pelatihan pegawai serta sarana dan fasilitas kesejahteraan seperti pengobatan, transportasi, asuransi, koperasi, dana pensiun, dan lain-lain
- e. Struktur modal saham pada waktu prospektus diterbitkan yang meliputi modal dasar, modal ditempatkan dan modal disetor penuh, termasuk :
 - seluruh jumlah dan nilai saham yang akan ditawarkan kepada masyarakat
 - jumlah saham, nilai nominal per saham yang akan ditawarkan kepada masyarakat
 - keterangan tentang apakah saham yang diterbitkan akan ditawarkan kepada umum merupakan saham dalam simpanan (portofolio) dan atau saham yang akan disetor penuh (divestasi)
 - keterangan tentang jumlah dan persentase saham yang akan dicatatkan pada bursa efek ; dan
 - keterangan tentang maksud emiten atau pemegang saham yang ada untuk mengeluarkan atau tidak mengeluarkan, mencatatkan atau tidak mencatatkan saham lain dan efek lain yang dapat dikonversikan menjadi saham dalam waktu 12 (dua belas) bulan setelah tanggal efektif.
- f. Keterangan tentang rincian dari struktur modal saham sebelum dan sesudah penawaran umum yang harus mencakup informasi mengenai :
 - modal dasar, modal ditempatkan dan disetor penuh (jumlah saham, nilai nominal dan jumlah nilai nominal)
 - rincian kepemilikan saham oleh pemegang saham yang memiliki 5% atau lebih, direktur dan komisaris (jumlah saham, nilai nominal dan persentase)
 - saham dalam simpanan (portofolio) yang mencakup jumlah saham dan nilai nominal ; dan
 - proforma modal saham apabila efek dikonversikan (jika ada)
- g. Keterangan rinci mengenai rencana penggunaan dana yang diperoleh dari penawaran umum setelah dikurangi dengan biaya-biaya yang mencakup antara lain :

- rincian penggunaan dana sesuai dengan tujuan penawaran umum seperti pengembangan sarana yang ada, diversifikasi, penambahan modal kerja dan sebagainya
- rincian untuk pembayaran utang, seluruhnya atau sebagian, dan jika kreditur yang akan dibayar adalah afiliasi dari emiten maka fakta tersebut dan sifat hubungannya dengan emiten harus pula diungkapkan ; dan
- rincian yang diperkirakan akan digunakan secara langsung atau tidak langsung untuk pembelian atau investasi dalam perusahaan lain (jika ada) dan jika perusahaan dimaksud adalah pihak terafiliasi dengan emiten, maka fakta tersebut dan sifat hubungannya dengan emiten harus pula diungkapkan.

Dapat dibayangkan, belum ditawarkan atau dijual kepada masyarakat saja perusahaan sudah diwajibkan untuk membuka isi perusahaan kepada pihak lain di luar perusahaan seperti penjamin emisi dan profesi penunjang pasar modal, dan tentunya kepada Bapepam. Hampir tidak ada lagi informasi mengenai perusahaan yang dapat dirahasiakan sepanjang informasi tersebut bersifat material dan dapat mempengaruhi keputusan informasi pemodal atau calon pemodal.

a2. *Disclosure* Setelah Emisi

Telah disinggung di muka bahwa prinsip *disclosure* terus berlanjut dan mengikat setelah Bapepam memberikan pernyataan efektifnya atas pernyataan pendaftaran emiten atau perusahaan publik. Hal ini selain didasari pemikiran bahwa masyarakat banyak (investor publik) memiliki kepentingan terhadap jalannya perusahaan, juga karena pemegang saham perusahaan publik yang tercatat di bursa sangat membutuhkan informasi mengenai kegiatan perusahaan tersebut dalam mengambil keputusan investasinya.

Oleh sebab itu, UU Pasar Modal mewajibkan setiap emiten atau perusahaan publik menyampaikan laporan kepada Bapepam dan masyarakat, baik laporan yang bersifat berkala terbatas, laporan tentang kegiatan dan keadaan keuangan emiten atau perusahaan publik, maupun laporan bersifat insidentil yang dapat mempengaruhi harga efek dari suatu emiten atau perusahaan publik. Selain itu, kewajiban pelaporan tersebut juga berlaku terhadap pihak-pihak lainnya seperti direktur dan komisaris pemegang saham emiten atau perusahaan publik.

b. Prinsip *Disclosure* terhadap Benturan Kepentingan

Ada kalanya emiten atau perusahaan publik terlibat atau melakukan suatu transaksi yang potensial menimbulkan benturan kepentingan antara kepentingan ekonomis perusahaan dengan kepentingan ekonomis pribadi direktur, komisaris atau pemegang saham utama perusahaan. Dalam hal terjadi demikian maka Peraturan IX.E.1 memberikan keleluasaan kepada pemegang saham independen yang tidak mempunyai kepentingan ekonomis atas transaksi tersebut untuk menyetujui atau tidak menyetujui dilaksanakannya transaksi tersebut dalam RUPS.

Dalam kaitannya dengan prinsip *disclosure*, maka informasi yang harus diungkapkan kepada Bapepam dan diumumkan kepada masyarakat dalam rangka pelaksanaan transaksi yang mengandung benturan kepentingan tersebut antara lain¹²⁶.

- 1 Uraian mengenai transaksi yang sekurang-kurangnya harus mencakup
 - a. kekayaan atau jasa
 - b. nilai transaksi
- 2 identitas pihak-pihak yang mengadakan transaksi dan hubungan mereka dengan emiten
- 3 sifat dari benturan kepentingan pihak-pihak terkait dalam transaksi tersebut
- 4 Ringkasan laporan pihak independen yang dipersyaratkan untuk jenis transaksi tertentu
- 5 Informasi mengenai rencana penyelenggaraan RUPS beserta tata cara dan persyaratan pemberian suara dalam RUPS tersebut
- 6 Penjelasan mengenai pertimbangan dan alasan dilakukannya transaksi tersebut dan perbandingannya dengan apabila dilakukan transaksi sejenis lainnya yang tidak mengandung benturan kepentingan
- 7 Ringkasan laporan tenaga ahli atau konsultan independen jika dianggap perlu dan dipersyaratkan Bapepam
- 8 Rencana perusahaan, data perusahaan dan informasi lain yang dipersyaratkan.

Bila transaksi yang mengandung benturan kepentingan tersebut berupa akuisisi, penyertaan pada perusahaan lain atau divestasi, maka selain persyaratan-persyaratan di atas harus pula dipenuhi prosedur berikut¹²⁷ :

¹²⁶Undang-undang Pasar Modal dan Tanggung Jawab Emiten/Perusahaan Publik, Asosiasi Emiten Indonesia, BEJ & MPM, Jakarta, hlm. 73

¹²⁷*Ibid*, hlm. 73

- a Menunjuk pihak independen untuk melaksanakan penilaian serta memberikan pendapat tentang kewajaran dari transaksi tersebut
- b Melakukan pengumuman yang mengungkapkan informasi mengenai :
 - a Rencana perusahaan untuk melakukan transaksi tersebut
 - b Data perusahaan yang akan diakuisisi, menerima penyertaan, atau didivestasi yang antara lain mencakup bidang usaha, dan ihktisar data keuangan penting ; dan
 - c Penjelasan tentang tempat atau alamat yang dapat dihubungi para pemegang saham untuk memperoleh informasi mengenai transaksi tersebut ; dan
 - d Laporan keuangan perusahaan yang akan diakuisisi, menerima penyertaan, atau didivestasi telah diaudit untuk 2 tahun terakhir, jika pendiriannya kurang dari 2 tahun maka laporan keuangan tersebut dapat disesuaikan dengan waktu berdirinya.

Diharapkan dengan penerapan prinsip *disclosure* di atas yang berkaitan dengan transaksi yang mengandung benturan kepentingan, maka kepentingan investor publik khususnya pemegang saham publik independen yang memiliki saham perusahaan bersangkutan dapat lebih terlindungi dan terhindar dari kesewenangan manajemen dan atau pemegang saham utama perusahaan.

c. Kewajiban Manajemen Terhadap Prinsip *Disclosure*

Sebagai suatu badan hukum berbentuk perseroan terbatas, sudah barang tentu tindakan, perbuatan dan kepentingan emiten diwakili oleh manajemen, yakni direksi yang bertanggungjawab atas pengurusan perseoan dan komisaris yang bertugas untuk mengawasi jalannya pengurusan perseroan yang dilaksanakan direksi guna memastikan bahwa direksi telah melaksanakan tugasnya sesuai dengan maksud dan tujuan perseroan.

Dalam kaitannya dengan prinsip *disclosure* di pasar modal, meski UU Pasar Modal beserta peraturan pelaksanaannya secara tegas menyebutkan beberapa kewajiban yang harus dipatuhi atau dipenuhi oleh emiten, namun di dalam praktek sebenarnya hal tersebut harus dibaca sebagai kewajiban-kewajiban yang harus diselenggarakan manajemen perusahaan khususnya direksi. Demikian pula misalnya ditemukan larangan-larangan atau batasan-batasan yang berlaku bagi emiten, maka hal tersebut harus dibaca sebagai hal-hal yang menjadi keharusan bagi manajemen perusahaan untuk memperhatikan sekaligus

melaksanakannya untuk kepentingan perusahaan dengan sebaik-baiknya dan dengan penuh tanggungjawab.

Dalam UU Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya dapat ditemukan pula beberapa ketentuan yang langsung menyebut direksi atau komisaris sebagai pihak yang berkepentingan untuk melaksanakan atau tidak melaksanakan suatu perbuatan. Misalnya saja pasal 80 UU Pasar Modal yang menyebutkan bahwa direksi dan komisaris emiten wajib bertanggungjawab baik sendiri-sendiri atau bersama-sama atas kerugian yang ditimbulkan akibat tidak dipenuhinya atau dilaksanakannya prinsip *disclosure* dalam suatu pernyataan pendaftaran.

Kemudian pasal 87 UU Pasar Modal yang mewajibkan direksi atau komisaris emiten untuk melapor kepada Bapepam atas setiap perubahan kepemilikan sahamnya di perusahaan tersebut selambat-lambatnya 10 hari sejak terjadinya perubahan kepemilikan tersebut. Laporan tersebut sekurang-kurangnya harus memuat informasi tentang identitas direksi atau komisaris bersangkutan, jumlah saham yang dibeli atau dijual, harga pembelian atau penjualan, tanggal transaksi serta tujuan dari dilakukannya transaksi tersebut.

Selain itu, terhadap direksi dan komisaris berlaku pula larangan-larangan yang berkaitan dengan pelanggaran di bidang pasar modal yakni penipuan, manipulasi pasar, dan perdagangan orang dalam, yang pada intinya melarang setiap pihak termasuk direksi dan komisaris emiten melakukan hal-hal sebagai berikut¹²⁸ :

- a Membuat pernyataan tidak benar mengenai fakta material
- b Tidak mengungkapkan fakta material
- c Melakukan atau terlibat dalam melakukan tindakan yang bertujuan untuk menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga efek di bursa efek
- d Melakukan atau terlibat dalam melakukan tindakan yang bertujuan untuk mempengaruhi pihak lain untuk membeli, menjual atau menahan efek
- e Membuat pernyataan atau memberikan keterangan yang secara material tidak benar atau menyesatkan sehingga mempengaruhi harga efek di bursa efek ; dan

¹²⁸Loccit, hlm.78

- f Melakukan atau terlibat dalam melakukan transaksi efek dengan menggunakan informasi orang dalam yang dimiliki direksi atau komisaris bersangkutan

d. Tanggung Jawab Pemegang Saham Terhadap Prinsip *Disclosure*

Dalam regulasi yang mengatur mengenai perusahaan, jarang sekali ditemukan ketentuan yang mengatur mengenai kewajiban dari pemegang saham. Kebalikannya, akan sangat mudah menemukan ketentuan mengenai hak-hak dari pemegang saham, misalnya untuk menerima deviden, rights, dan hadir dalam RUPS sekaligus memberikan suara di dalamnya. Namun berbeda dengan regulasi di bidang pasar modal.

Di dalam UU Pasar Modal terdapat beberapa ketentuan yang mewajibkan pemegang saham emiten atau perusahaan publik untuk melakukan atau bahkan tidak melakukan tindakan tertentu. Misalnya pasal 87 UU Pasar Modal menyebutkan bahwa direktur atau komisaris emiten atau perusahaan publik wajib melaporkan kepada Bapepam atas kepemilikan dan setiap perubahan kepemilikannya atas perusahaan tersebut selambat-lambatnya dalam waktu 10 hari sejak terjadinya transaksi. Kewajiban untuk melapor tersebut juga berlaku bagi pihak yang memiliki 5% atau lebih saham disetor emiten atau perusahaan publik.

Ketentuan tersebut diatur lebih lanjut dalam Peraturan X.M.1 tentang Keterbukaan Informasi Pemegang Saham Tertentu, yang mensyaratkan bahwa isi dari laporan perubahan kepemilikan tersebut sekurang-kurangnya harus memuat informasi sebagai berikut :

- a Nama, tempat tinggal, dan kewarganegaraan
- b jumlah saham yang dibeli atau dijual
- c harga pembelian dan penjualan per saham
- d tanggal transaksi ; dan
- e tujuan dari transaksi

Selain itu, perlu diketahui bahwa suatu pihak yang kepemilikannya mencapai jumlah atau prosentase tertentu dikategorikan oleh UU Pasar Modal sebagai orang dalam. Dalam penjelasan pasal 95 UU Pasar Modal disebutkan bahwa yang dimaksud orang dalam (*insider*) antara lain adalah pemegang saham

utama suatu emiten atau perusahaan publik. Pengertian atau definisi mengenai pemegang saham utama dapat dilihat pada penjelasan pasal 1 angka 1 huruf f UU Pasar Modal yang menyebutkan bahwa pemegang saham utama adalah pihak yang baik secara langsung maupun tidak langsung memiliki sekurangnya 20% hak suara yang dikeluarkan oleh suatu perseroan.

Dalam hal demikian, maka terhadap pemegang saham utama yang memiliki informasi orang dalam (*inside information*) berlaku larangan-larangan sebagai berikut¹²⁹ :

- a melakukan pembelian atau penjualan efek emiten atau perusahaan publik dimana yang bersangkutan merupakan orang dalam
- b melakukan pembelian atau penjualan efek perusahaan lain yang tengah melakukan transaksi dengan emiten atau perusahaan publik di mana yang bersangkutan merupakan orang dalam
- c mempengaruhi pihak lain untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek emiten atau perusahaan publik di mana yang bersangkutan merupakan orang dalam ; dan
- d memberikan informasi orang dalam yang dimilikinya kepada pihak manapun yang patut diduga dapat menggunakan informasi dimaksud untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek emiten atau perusahaan publik di mana yang bersangkutan merupakan orang dalam.

Berlakunya larangan terhadap orang dalam tersebut didasarkan pada pemikiran bahwa karena kedudukannya atau karena kepemilikannya yang sedemikian rupa menempatkan mereka pada posisi yang harus mendahulukan kepentingan emiten atau perusahaan publik dan pemegang saham secara keseluruhan, termasuk di dalamnya untuk tidak menggunakan informasi orang dalam untuk kepentingan diri sendiri atau orang lain.

3. Prinsip-prinsip Umum Dalam Penerapan Prinsip *Disclosure*

Prinsip *disclosure*, bagi para pelaku pasar modal merupakan prinsip utama yang menjadi pedoman dalam bertindak, mengambil keputusan dan bertransaksi. Di dalamnya terkandung esensi dasar yaitu terciptanya kewajaran, transparansi, dan ketinggian derajat dalam dunia pasar modal, sehingga prinsip

¹²⁹Loccit, hlm.80

tersebut menjadi anutan bagi setiap pihak yang bersinggungan dengannya. Pelaksanaan kewajiban *disclosure* yang umum dan khusus merupakan upaya meminimalisasi resiko informasi yang tidak akurat, agar resiko yang dihadapi investor dapat dibatasi, sebab resiko itu saling berkaitan dalam instrumen investasi.

Di samping itu, prinsip *disclosure* mempunyai peranan penting bagi investor sebelum mengambil keputusan untuk melakukan investasi, karena melalui *disclosure* itu akan terbentuk suatu penilaian terhadap investasi yang dapat menentukan pilihan secara optimal terhadap portofolio mereka. Makin jelas informasi perusahaan, antara lain menyangkut kondisi keuangan emiten, *disclosure* mengenai resiko usaha emiten, maka keinginan investor untuk melakukan investasi makin tinggi.

Jika prinsip *disclosure* dikaitkan dengan strategi pengelolaan perusahaan yang baik, maka penekanan pelaksanaan prinsip *disclosure* menjadi penting. Unsur *disclosure* tersebut telah menjadi salah satu kerangka penting mengenai prinsip pengelolaan perusahaan yang baik (*good corporate governance*). Tiga prinsip lain dalam pengelolaan perusahaan yang baik adalah keadilan (*fairness*), pertanggungjawaban (*accountability*) dan tanggungjawab (*responsibility*).

Berdasarkan hal tersebut di atas, ketentuan pelaksanaan prinsip *disclosure* harus membuat suatu kewajiban yang umum untuk melakukan *disclosure* secara menyeluruh dari seluruh informasi hingga pada suatu kewajiban *disclosure* untuk menyampaikan informasi yang khusus. Setidaknya terdapat tiga fungsi prinsip *disclosure* dalam pasar modal¹³⁰ :

Pertama, prinsip *disclosure* berfungsi memelihara kepercayaan publik terhadap pasar. Tiadanya *disclosure* dalam pasar modal akan menyebabkan investor tidak percaya pada mekanisme pasar, sebab prinsip *disclosure* mempunyai peranan penting bagi investor sebelum mengambil keputusan untuk melakukan investasi. Melalui *disclosure* akan terbentuk suatu penilaian terhadap investasi, yang dapat menentukan pilihan secara optimal terhadap portofolio

¹³⁰Bismar Nasution, *Pentingnya Keterbukaan Untuk Pengelolaan Perusahaan Yang Baik Dalam UUPM*, Jurnal Hukum Bisnis, Jakarta, Volume 14, Juli 2001, 37.

mereka. Makin jelas informasi perusahaan, keinginan investor untuk melakukan investasi akan makin tinggi. Selanjutnya ketiadaan atau kekurangan serta ketertutupan informasi akan menimbulkan ketidakpercayaan investor dalam melakukan investasi melalui pasar modal.

Kedua, prinsip *disclosure* berfungsi untuk menciptakan mekanisme pasar yang efisien. Filosofi itu didasarkan atas konstruksi pemberian informasi yang secara penuh akan menciptakan pasar modal yang efisien, di mana harga saham secara penuh merupakan refleksi dari seluruh informasi yang tersedia. Dengan ini, prinsip *disclosure* berperan untuk meningkatkan *supply* informasi yang benar, agar dapat ditetapkan harga pasar yang akurat.

Ketiga, prinsip *disclosure* penting untuk mencegah penipuan (*fraud*). Tindakan tersebut termasuk perbuatan yang dilarang dalam transaksi efek, disamping tindakan lain diantaranya manipulasi pasar, perdagangan semu serta perdagangan orang dalam (*insider trading*). Dalam kegiatan seperti pasar modal, informasi memegang peranan penting sehingga lebih banyak tergantung pada informasi apa yang harus diungkapkan dan kepada siapa masalah informasi itu diungkapkan.

Fungsi prinsip *disclosure* tersebut membuat prinsip *disclosure* menjadi fokus sentral pasar modal. UU Pasar Modal yang mengatur kewajiban pelaksanaan prinsip *disclosure* menentukan investor dan pelaku-pelaku bursa lainnya memiliki informasi yang cukup dan akurat untuk pengambilan keputusannya. Masalah-masalah berkenaan dengan pelaksanaan prinsip *disclosure* sebagaimana terjadi kini, adalah tidak tegas atau tidak cukup penentuan standar fakta material. Sedangkan fakta material adalah napas berjalannya undang-undang pasar modal yang mengatur prinsip *disclosure*. Apabila penentuan standar fakta material tidak tegas atau tidak cukup, maka pelaksanaan prinsip *disclosure* akan terhambat.

Dengan demikian, pemecahan masalah berkenaan dengan pelaksanaan prinsip *disclosure* itu merupakan prasyarat pelaksanaan prinsip *disclosure* dalam mencapai strategi pengelolaan perusahaan yang baik. Tanpa pemecahan masalah yang timbul dalam pelaksanaan prinsip *disclosure*, tidak tercapai apa yang

diinginkan dalam strategi pengelolaan perusahaan yang baik, mengingat *disclosure* merupakan satu prinsip dalam strategi pengelolaan perusahaan yang baik tersebut.

a. Prinsip *Disclosure* Dalam *Forward Looking Statement*

Fenomena penyampaian informasi mengenai proyeksi perusahaan dalam prospektus tidak terlepas dari ketentuan yang mengatur penyampaian informasi proyeksi yang harus dimuat dalam prospektus. Keputusan Ketua Bapepam atau Peraturan Pedoman mengenai Bentuk dan Isi Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum, tidak mewajibkan pembaharuan informasi proyeksi perusahaan dalam Pernyataan Pendaftaran atau prospektus dalam proses penawaran umum.

Bahkan ketentuan penyampaian informasi proyeksi tersebut tidak secara tegas mengatur kewajiban emiten untuk menyampaikan informasi proyeksi perusahaan. *Disclosure* proyeksi emiten dalam kegiatan pasar modal di Indonesia yang digambarkan dalam prospektus emiten, sama dengan *disclosure* yang berkembang di Amerika Serikat sebelum tahun 1970 di mana emiten menyampaikan informasi proyeksi internalnya yang pada mulanya tidak diwajibkan. Hal ini disebabkan oleh informasi kepada publik yang hanya bertipe *soft* (*soft information*) yaitu *Management Discussion and Analysis (MD&A)* dan *Future Oriented Financial Information (FOFI)*¹³¹. Jadi, yang disampaikan hanya sekitar informasi yang bersifat historis atau pemeriksaan keuangan, yang disebut juga dengan *hard information* dan informasi proyeksi perusahaan yang dikategorikan sebagai *hard information* tersebut, menurut konsep hukum bukan fakta material yang harus disampaikan kepada investor potensial.

Di samping itu, *forward looking statement* tersebut telah berkembang pada suatu ketentuan tentang *duty to update forward looking statement*¹³², di mana penyampaian tersebut harus dilakukan secara lengkap dan akurat. Selanjutnya apabila perusahaan memilih untuk menerbitkan *forward looking statement*, maka perusahaan itu dapat diwajibkan untuk melakukan penyajian

¹³¹Loccit, hlm.40

¹³²Ibid, hlm.41

informasi terkini dengan informasi tambahan, apabila pernyataan awal, pendapat awal atau proyeksi awal menjadi secara material menyesatkan sebagai akibat munculnya kejadian-kejadian atau peristiwa-peristiwa tertentu.

b. Batas Waktu Penyampaian fakta Material

Bapepam menentukan bahwa perusahaan publik atau emiten yang Pernyataan Pendaftarannya menjadi efektif harus menyampaikan kepada Bapepam untuk mengununkan kepada masyarakat secepat mungkin paling lambat akhir hari kerja kedua setelah keputusan, informasi atau fakta material yang mungkin dapat mempengaruhi perusahaan atau keputusan investasi investor.

Disadari bahwa ketentuan tersebut di atas tidak relevan dengan kebutuhan investor atau pemegang saham yang selalu ingin memperoleh informasi secara akurat dan tepat, hal ini mengingat pergerakan saham sangat berpengaruh terhadap fakta material. Batas waktu paling lambat hari kerja kedua tersebut terlalu lama dibandingkan dengan akselerasi pasar.

Proposisi ini mempengaruhi metode-metode dan pertanggungjawaban atas kewajiban *disclosure* oleh hukum pasar modal, karena esensi dari hukum pasar modal adalah keterbukaan yang harus dilaksanakan pada waktu yang sangat awal. Dengan demikian, hal ini dapat diserap oleh pasar dan pemegang saham dapat menganbil keputusan dalam kaitannya dengan perusahaan. Kegagalan untuk melakukan keterbukaan pada waktu yang sangat awal dapat secara serius menggoncangkan transaksi bisnis.

c. Disclosure Mengenai Rumor

Keputusan Ketua Bapepam tentang Pembentukan Sekretaris Perusahaan (*corporate secretary*) dimaksudkan untuk meningkatkan pelayanan emiten atau perusahaan publik kepada investor¹³³. Tugasnya, antara lain adalah memberikan pelayanan kepada investor atas setiap informasi yang dibutuhkan investor yang berkaitan dengan kondisi emiten atau perusahaan publik. Jabatan sekretaris perusahaan tersebut tidak hanya sekedar berfungsi melayani pertanyaan atau

¹³³Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-63/PM/1996 tentang Pembentukan Sekretaris Perusahaan, dan Peraturan Nomor IX.1.4

membagikan siaran pers ke pelbagai pihak, tetapi tidak kalah pentingnya peranan tersebut bisa dipergunakan untuk menyampaikan informasi yang benar.

Informasi yang disampaikan harus benar-benar jernih, supaya dapat menangkal kabar burung atau rumor dan yang berdampak merugikan investor. Apabila ketentuan tersebut dimaksudkan untuk menjelaskan rumor yang timbul dalam kaitannya dengan emiten, maka ketentuannya harus dipertegas. Tugas sekretaris perusahaan tersebut adalah menjelaskan secara lugas rumor yang timbul dan waktu penjelasannya segera setelah rumor timbul dikalangan investor.

Ketegasan tersebut sangat dibutuhkan, mengingat banyaknya rumor yang berkembang dan dicerna oleh pelaku pasar modal secara utuh dapat mempengaruhi harga saham. Rumor yang dicerna dan mempengaruhi harga saham ini disebabkan oleh pengaruh psikologis dan emosi investor, sebagaimana proposisi yang terdapat dalam teori *noise*. Menurut teori *noise*, masyarakat pasar modal terpengaruh secara psikologis dan berdasarkan emosi yang tidak berkaitan dengan nilai-nilai fundamental perusahaan. Dalam teori tersebut diperkenalkan pola tingkah laku psikologis dan emosi dalam pasar modal. Selanjutnya teori *noise* memasukkan faktor manusia dalam pasar modal.

d. Disclosure Terhadap Resiko Usaha Emiten

Informasi yang berkaitan dengan resiko usaha emiten merupakan informasi utama yang diperlukan para pelaku pasar modal, seperti pialang, penasehar investasi, investor dan lain-lain karena informasi ini akan dipakai sebagai bahan pertimbangan untuk menentukan waktu yang tepat membeli dan menjual saham. Berdasarkan informasi tersebut, pelaku pasar modal khususnya investor akan dapat menyadari apakah ia siap menerima resiko atas investasinya atau menghindari resiko tersebut.

Namun, ketentuan penyampaian resiko tersebut sebagaimana yang diatur dalam Keputusan Ketua Bapepam tentang Pedoman mengenai Bentuk dan Isi Pernyataan Pendaftaran Perusahaan Publik dan Keputusannya tentang Pedoman mengenai Isi Prospektus Ringkas dalam rangka Penawaran Umum, belum memadai pengaturannya. Akibat tidak memadainya aturan tersebut membuat penyampaian informasi resiko usaha emiten dirasakan tidak mencukupi.

Ketentuan tersebut hanya menetapkan bagi setiap emiten untuk menyampaikan resiko yang disebabkan oleh persaingan, pasokan bahan baku, ketentuan negara lain, dan peraturan internasional, serta kebijakan pemerintah.

Bagi investor rincian penyampaian informasi resiko tersebut kurang melindungi investasi mereka, mengingat resiko-resiko lain masih harus mereka ketahui, seperti resiko-resiko investasi yang utama yang belum diwajibkan oleh ketentuan tersebut. Menurut Peter Gallant¹³⁴, resiko-resiko utama terdiri atas resiko ekonomi (*economic risk*), resiko politik (*political risk*), resiko kredit (*credit risk*), resiko mata uang (*currency risk*), resiko pasar (*market risk*), sedangkan Linda Allen menyatukan resiko politik dan resiko ekonomi dalam *country risk*, yaitu resiko keamanan negara yang diakibatkan oleh tidak stabilnya politik dan ekonomi.

e. Disclosure Mengenai Perlindungan Konsumen

Masalah *disclosure* produk emiten, khususnya emiten pabrikasi (*manufacturing*) yang akan *go public*, termasuk hal yang harus dilaporkan pihak emiten kepada Bapepam. Pada proses pernyataan pendaftaran emiten di Bapepam, emiten melaporkan produknya dan hasil laporan tersebut disampaikan kepada masyarakat dalam rangka memenuhi prinsip *disclosure* atas produknya tersebut melalui prospektus emiten.

Ketentuan Bapepam mengenai prospektus menetapkan bahwa penyampaian informasi produk emiten diiringi dengan penyampaian keterkaitan antara produk dan resiko usaha yang timbul dari persaingan dan pasokan bahan baku. Sementara itu, dalam penyampaian informasi lainnya berasal dari hasil laporan konsultan hukum mengenai izin-izin yang berkaitan dengan produk tersebut dan pendaftaran produk. Namun, jika ketentuan penyampaian informasi tersebut mengenai produk emiten melalui prospektus dilihat dari kepentingan hak konsumen dan investor, maka penyampaian informasi tersebut belum cukup. Oleh karena itu, pembuat undang-undang atau Bapepam perlu membuat penekanan peraturan pelaksanaan prinsip *disclosure* secara cukup tentang hak konsumen atau

¹³⁴Peter Galant, *The Eurobond Market First Published*, New York, New York Institut of Finance, 1988, hlm. 180

investor untuk memperoleh informasi yang benar, jelas dan jujur mengenai kondisi dan jaminan barang atau jasa.

f. *Disclosure* Atas Informasi Yang Memiliki *Firm Specific*

Di Indonesia, *disclosure* atas informasi yang memiliki *firm specific* telah diterapkan, tetapi belum cukup pengaturannya bila dibandingkan dengan di Amerika Serikat. Awalnya, di Amerika Serikat perkembangan suatu standar yang menentukan kewajiban untuk menyampaikan informasi tidak hanya merupakan pendekatan yang lazim tentang fakta material, tetapi juga perlu dipertimbangkan kepentingan informasi bagi seorang investor rasional untuk menentukan dan keperluannya melakukan investasi. Berdasarkan perkembangan ini, untuk menentukan apakah suatu informasi termasuk fakta material dapat dicermati dari suatu penafsiran tentang fakta material. Penafsiran tersebut berkembang bila informasi dimaksud memiliki *firm specific*¹³⁵. Standarnya adalah informasi spesifik untuk perusahaan yang bersangkutan.

Standar informasi dalam bentuk *firm specific* ini merupakan standar baru, dibandingkan dengan standar yang berkembang di pasar modal Amerika Serikat. Standar ini telah membuat terobosan terhadap standar fakta material dan saat munculnya kewajiban penyampaian informasi fakta material. Standar informasi dalam bentuk *firm specific* berkaitan dengan informasi lainnya yang penting dalam rangka penerapan prinsip *disclosure*. Hal ini dapat dipahami dari perkembangan peraturan pasar modal di negara maju, bahwa penegakan hukum prinsip *disclosure* harus sejalan dengan yang diinginkan hukum pasar modal.

Penegakannya juga harus sesuai dengan hukum lain di luar hukum pasar modal yang berkaitan dengan kegiatan pasar modal yaitu hukum yang mengatur masalah-masalah klausula sosial. Yang termasuk di dalamnya antara lain adalah masalah-masalah perlindungan lingkungan hidup yang berkaitan dengan informasi penting dan relevan bagi perusahaan. Misalnya, *disclosure* terhadap perlindungan lingkungan hidup, *disclosure* terhadap hak perlindungan tenaga kerja dan *disclosure* mengenai perlindungan konsumen.

¹³⁵Lawrence A.Cunningham, *Capital Market Theory, Mandatory Disclosure and Price Discovery*, Washington and Law Review, Vol.51, 1994, hlm.853.

C. Praktek *Insider Trading* dan Upaya Pencegahannya

1. Pelanggaran dan Kejahatan di Pasar Modal

a. Sifat Tindak Pidana di Pasar Modal

Perkembangan pasar modal Indonesia dan di dunia menunjukkan terbentuknya suatu pasar modal yang global. Di samping hal positif yang akan dicapai, ada beberapa masalah yang akan timbul seiring dengan perkembangan pasar modal tersebut. Salah satunya adalah kejahatan dan pelanggaran yang timbul dan terjadi di pasar modal. Pelanggaran dan kejahatan (selanjutnya kami sebut dengan tindak pidana) di pasar modal bersifat unik. Keunikan ini dapat dilihat baik dari segi pelakunya, dari sisi pola pelanggaran, akibat yang ditimbulkan maupun dari sisi penerapan sanksinya.

Pelaku tindak pidana di pasar modal adalah orang yang cerdas dan pandai (*well educated*), jarang sekali dalam kasus pasar modal terlibat pihak-pihak yang sederhana latar belakang pendidikannya. Pihak-pihak yang sangat berpotensi melakukan tindak pidana adalah mereka yang mempunyai posisi strategis dalam perusahaan, para profesional, seperti broker, manajer investasi, lawyer dan akuntan.

Dari sisi pola tindak pidana yang dilakukan, tindak pidana di pasar modal dilakukan secara individual maupun berkelompok dan pola pelanggaran yang berupa memerintah pihak lain (baik secara langsung maupun tidak langsung) untuk melakukan tindak pidana. Yang menarik adalah barang yang dicuri atau dijadikan obyek adalah informasi.

Dampak yang ditimbulkan dapat berakibat berantai, luas dan fatal. Kerugian tidak hanya terbatas pada investor atau broker yang terlibat langsung dalam transaksi tersebut, melainkan dapat meluas sampai dengan perusahaan yang efeknya ditransaksikan di bursa sehingga menyebabkan citra perusahaan menjadi buruk, bursa efek di mana efek tersebut ditransaksikan membuat mekanisme pengawasan kurang memadai, kegiatan pasar modal itu sendiri menyebabkan faktor kepercayaan masyarakat menjadi berkurang, hingga perekonomian suatu negara secara keseluruhan menjadi terganggu.

Mengingat dampak dan akibat yang ditimbulkan sebagaimana disebutkan di atas, maka pengenaan sanksi tindak pidana di pasar modal dapat dikenakan sanksi yang jauh lebih berat daripada tindak pidana yang bersifat serupa dengan pelanggaran tersebut. Contoh: penipuan perdagangan, dalam KUHP diancam dengan pidana penjara maksimum 4 tahun, sedangkan penipuan dalam perdagangan di pasar modal dapat dikenakan hukuman penjara maksimum 10 tahun.

b. Klasifikasi Tindak Pidana di Pasar Modal

Jenis tindak pidana di bidang pasar modal dapat dikategorikan ke dalam 2 kelompok yakni yang bersifat teknis administratif dan yang bersifat khas pasar modal seperti penipuan, manipulasi pasar dan perdagangan orang dalam (*insider trading*) di pasar modal.

Termasuk dalam kategori tindak pidana teknis-administratif adalah¹³⁶ :

- a Pelanggaran terhadap bab X, mulai dari pasal 85 sampai dengan pasal 89 Undang-undang Pasar Modal, yang pada intinya berkaitan dengan kewajiban untuk menyampaikan laporan atau dokumen tertentu kepada Bapepam dan atau masyarakat. Laporan dimaksud mencakup segala jenis laporan atau dokumen, baik yang bersifat berkala maupun bersifat insidentil
- b Pelanggaran terhadap masalah perijinan, persetujuan dan pendaftaran di Bapepam. Tegas disebutkan dalam pasal-pasal UU Pasar Modal bahwa setiap pihak yang melakukan kegiatan di bidang pasar modal tanpa izin, persetujuan, atau pendaftaran dari Bapepam dapat dikenakan sanksi administratif (termasuk denda di dalamnya), pidana kurungan, hingga pidana penjara.

Walaupun sifat pelanggaran baru bersifat teknis administratif, namun sanksi terhadap pelanggaran tersebut cukup berat. Hal ini mengingat seriusnya dampak dan akibat yang dapat ditimbulkan dari pelanggaran tersebut yang tidak bersifat materiil-individual (kebendaan dan hanya menyangkut pihak-pihak tertentu), tetapi juga mempunyai dampak psikologis terhadap pasar dan kepercayaan masyarakat.

¹³⁶Budi Soekamto, *Opcit*, hlm.10.

b1. Penipuan

Pasal 90 UU Pasar Modal menyatakan bahwa dalam melaksanakan kegiatan perdagangan efek, setiap pihak dilarang secara langsung atau secara tidak langsung :

- a Menipu atau mengelabui pihak lain dengan menggunakan sarana dan/atau cara apapun
- b Turut serta menipu atau mengelabui pihak lain
- c Membuat pernyataan tidak benar mengenai fakta yang material atau tidak mengungkapkan fakta yang material agar pernyataan yang dibuat tidak menyesatkan mengenai keadaan yang terjadi pada saat pernyataan dibuat dengan maksud untuk menguntungkan atau menghindarkan kerugian untuk diri sendiri atau pihak lain atau dengan tujuan mempengaruhi pihak lain untuk membeli atau menjual efek

Berpedoman pada pasal 90 UU Pasar Modal tersebut, maka sedikitnya harus dipenuhi 3 unsur pelanggaran yakni :

- a Penipuan tersebut terjadi dalam lingkup kegiatan perdagangan efek
- b Ada kaitannya dengan informasi atau fakta material yang disembunyikan maupun yang diungkapkan namun tidak mengandung kebenaran ; dan
- c Dengan tujuan menguntungkan atau menghindarkan kerugian pada diri atau pihak lain, atau dengan tujuan mempengaruhi pihak lain untuk membeli atau menjual efek. Ketentuan pasal tersebut tidak hanya terbatas berlaku untuk diri si pelaku, tetapi juga untuk mereka yang turut serta atau terlibat dalam pelanggaran dimaksud.

Penipuan di pasar modal, sebagaimana dijelaskan dalam penjelasan UU Pasar Modal, dapat meliputi penipuan yang dilakukan melalui prospektus atau dalam kegiatan perdagangan efek di bursa. Selain itu, penipuan juga dapat dilakukan baik atas efek yang tercatat (*listed*) di bursa maupun efek yang diperdagangkan di luar bursa (*over the counter*). Ketentuan terakhir ini tentunya dimaksudkan untuk mengantisipasi perkembangan di masa depan di mana ada kemungkinan terdapat efek yang diperdagangkan di luar bursa.

Terhadap penjelasan ayat 3 pasal 90 yang mengatur mengenai membuat pernyataan tidak benar atau tidak mengungkapkan fakta material tidak hanya dimaksudkan untuk menangkal isu (*rumors*) yang memang banyak terjadi di bursa tetapi juga untuk menjamin bahwa setiap informasi dan fakta material yang disampaikan memang benar dan tidak menyesatkan. Kewajiban yang tidak hanya

dibebankan kepada emiten ini dimaksudkan untuk memberikan kesempatan bagi investor untuk memutuskan membeli, menjual atau tetap menahan efek, karena keputusan untuk investasi ini memang selalu dilakukan berdasarkan informasi-informasi yang menyangkut efek tersebut. Di lantai bursa sendiri pernyataan tidak benar ini dapat muncul baik dari anggota bursa, investor maupun orang dalam emiten sendiri.

Sehubungan dengan cakupan pasal 90 UU Pasar Modal maka untuk menjamin bahwa penipuan tidak akan terjadi selama efek suatu perusahaan diperdagangkan, maka UU Pasar Modal memperluas cakupannya dengan pasal 93. Pasal tersebut dimaksudkan untuk menjamin bahwa informasi yang disampaikan dalam rangka *continous disclosure* baik dalam bentuk laporan keuangan berkala maupun keterbukaan informasi lainnya akan terjamin kebenarannya. Contoh dari keterbukaan informasi yang diharuskan ini adalah seperti yang tercantum dalam Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-82/PM/1996 mengenai Keterbukaan Informasi yang harus segera dimumkan kepada publik.

Kewajiban penyampaian informasi sebagaimana yang diharuskan tersebut dimaksudkan untuk menjamin bahwa segala informasi dan fakta material yang dapat mempengaruhi nilai dan harga efek sampai kepada pemodal secara merata. Sehingga pengambilan keputusan untuk melakukan investasi dapat dilakukan oleh investor. Informasi yang dipertimbangkan adalah baik yang datang dari perusahaan maupun yang timbul karena adanya kebijakan ekonomi tertentu. Oleh karena itu, informasi yang disampaikan selain harus disampaikan secara benar juga harus dilakukan secara merata sehingga sebanyak mungkin investor dapat menangkapnya.

b2. Manipulasi Pasar

Hal lain yang sangat mungkin terjadi di bursa adalah tindakan manipulasi pasar. Manipulasi pasar dapat berbentuk manipulasi terhadap perdagangan efek itu sendiri maupun manipulasi terhadap harga. Tindakan memanipulasi pasar ini pada dasarnya merupakan usaha dari anggota bursa baik secara sendiri maupun

bersama-sama yang dapat memberikan gambaran bahwa ada transaksi atau harga yang terjadi adalah sesuai dengan kekuatan pasar.

Pasal 91 UU Pasar Modal untuk itu menyatakan bahwa “Setiap pihak yang melakukan kegiatan di bidang pasar modal, baik langsung maupun tidak langsung dengan tujuan untuk menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan/keadaan pasar, atau harga efek di bursa efek”. Gambaran semu dan menyesatkan dalam transaksi dapat dilakukan oleh anggota bursa dengan cara melakukan transaksi efek tanpa mengakibatkan terjadinya perubahan kepemilikan atas efek tersebut atau melakukan penawaran (jual atau beli) efek pada harga tertentu, di mana pembeli atau penjual ini juga telah bersekongkol dengan lawan (jual atau belinya) tersebut untuk melakukan penawaran jual atau penawaran beli pada harga yang kurang lebih sama.

Tindakan memanipulasi harga dan memanipulasi pasar merupakan tindakan yang dilarang karena, sebagaimana dijelaskan dalam penjelasan pasal 91, masyarakat pemodal sangat memerlukan informasi mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga efek di bursa efek yang tercermin dari kekuatan penawaran jual dan penawaran beli efek sebagai dasar untuk mengambil keputusan investasi dalam efek. Dengan kata lain, investor ingin apa yang terjadi di pasar memang cerminan dari kekuatan penawaran dan permintaan, bukan merupakan sesuatu yang dibuat-buat sehingga pasar dan harga yang tercermin bukan merupakan keadaan yang sebenarnya. Untuk itu, tindakan yang dapat menciptakan gambaran semu mengenai kegiatan perdagangan keadaan pasar atau harga efek dilarang dilakukan.

Selanjutnya, pasal 92 UU Pasar Modal juga melarang adanya manipulasi harga (*price manipulation*). Manipulasi harga ini dapat dilakukan apabila ada dua atau lebih transaksi efek, yang secara langsung atau tidak dimaksudkan untuk menyebabkan harga efek tetap, naik atau turun, dengan tujuan mempengaruhi pihak lain untuk membeli, menjual atau menahan efek. Tindakan memanipulasi harga ini biasanya dilakukan dengan persetujuan bersama (persekongkolan) oleh beberapa anggota bursa (pialang efek). Anggota bursa ini akan membeli pada harga yang lebih rendah dan kemudian menjualnya pada harga yang lebih tinggi.

Oleh karena itu sebenarnya harga yang terjadi sama sekali tidak mencerminkan kekuatan pasar yang berlaku. Permintaan beli dan penawaran jual yang terjadi sama sekali tidak mencerminkan kekuatan pasar yang berlaku.

Dalam situasi tertentu pengecualian atas tindakan ini memang dapat dilakukan misalnya dalam rangka stabilisasi harga. Untuk ini Ketua Bapepam dalam Keputusan Nomor Kep-88/PM/1996 tentang Stabilitas Harga menyatakan bahwa penjamin emisi efek atau perantara pedagang efek yang berperan dalam penawaran umum, diperkenankan selama masa penawaran umum untuk membeli atau menjual efek dengan tujuan mempertahankan harga pasar efek yang bersangkutan pada bursa. Stabilisasi ini dilakukan pada hari-hari pertama suatu efek pertama kali diperdagangkan di bursa yaitu setelah saham hasil penawaran umum tercatat di bursa. Keputusan ketua Bapepam ini juga menentukan syarat-syarat dilakukannya stabilisasi tersebut.

b3. Perdagangan Orang Dalam (*Insider Trading*)

Dari beberapa kejahatan yang dilakukan di bursa, perdagangan yang dilakukan oleh orang dalam (*insider trading*) adalah yang paling terkenal. Hal ini mungkin karena orang yang mengetahui informasi orang dalam dan mempergunakannya dalam perdagangan sering dianggap 'jenius' dalam perdagangan, karena setiap transaksi yang dilakukan membawa keuntungan besar. Perdagangan orang dalam juga yang membedakan kejahatan yang dilakukan di bursa dan kejahatan (tindak pidana) umum lainnya. Perbedaan ini karena kalau tindak pidana pasar modal lainnya sedikit mempunyai persamaan dengan tindak pidana umum lainnya maka perdagangan orang dalam merupakan ciri khas pasar modal.

Larangan perdagangan orang dalam, sebagaimana dikatakan di atas, pada dasarnya adalah agar informasi yang keluar dari perusahaan dapat sampai kepada semua orang (pemodal) secara merata terlebih dahulu sehingga tidak ada satu pihak pun yang diuntungkan, baik karena hubungan yang bersangkutan dengan perusahaan maupun karena yang bersangkutan memperolehnya secara melawan hukum. Hal ini karena informasi di bursa merupakan komoditi penting yang membuat orang memutuskan melakukan atau tidak melakukan investasi. Oleh

karena itu, orang-orang yang dianggap mempunyai hubungan khusus dengan perusahaan (emiten) dilarang untuk melakukan transaksi dengan mempergunakan informasi orang dalam. Dengan demikian tidak seorang pun yang akan diuntungkan terutama apabila yang bersangkutan mempunyai akses terhadap manajemen perusahaan.

Larangan perdagangan orang dalam ini mulai diintrodusir dengan diberlakukannya Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1548/KMK.013/1990 tentang Pasar Modal. Larangan ini kemudian diperkuat dengan diberlakukannya UU Pasar Modal. Ketentuan mengenai perdagangan orang dalam ini ditentukan dalam pasal 95-99 UU Pasar Modal. Pasal 95 UU Pasar Modal menentukan bahwa orang dalam dari emiten atau perusahaan publik yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan pembelian atau penjualan atas efek ; (a) emiten atau perusahaan publik dimaksud atau (b) perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan emiten atau perusahaan publik yang bersangkutan.

Dengan ketentuan terakhir ini, maka pihak tertentu di luar perusahaan publik atau emiten, misalnya rekanan dari perusahaan publik atau emiten tersebut juga dikenakan larangan ini. Ketentuan ini memperluas ketentuan mengenai orang dalam sehingga mencakup juga orang yang sama sekali tidak pernah mempunyai ikatan kepegawaian.

Ketentuan tentang manipulasi harga dan *insider trading* nampaknya juga dimaksudkan untuk menghindari terjadinya transaksi oleh perusahaan publik terhadap efeknya sendiri. Hal ini terutama akan sangat mungkin terjadi apabila perusahaan membeli sahamnya baik untuk melakukan pembelian atas saham-saham perseroan, seperti yang dimungkinkan oleh pasal 30 UU Nomor 1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas.

2. Pengertian Tentang *Insider Trading*

a. Definisi *Insider Trading*

Insider Trading adalah istilah teknis yang hanya dikenal dalam dunia pasar modal. Istilah ini mengacu kepada praktek di mana orang dalam perusahaan (*corporate insiders*) melakukan transaksi sekuritas dengan menggunakan

informasi yang eksklusif mereka miliki (*inside nonpublic information*). Yang dimaksud *inside nonpublic information* adalah segala informasi yang penting dan dapat mempengaruhi harga sekuritas dan informasi tersebut belum diumumkan kepada khalayak umum.

- a Menurut Black's Law Dictionary batasan *insider trading* adalah¹³⁷ :
Buying and selling of corporate shares by officers, directors and stockholders who own more than 10% of the stock of a corporation listed on a national exchange. Such transaction must be reported monthly to Securities and Exchange Commission.
- b Menurut Roger E. Meiners *insider trading* adalah¹³⁸ :
Buying or selling of stock by persons who have access to information affecting the value of the stock that has not yet been revealed to the public
- c Batasan *insider trading* berdasarkan pendapat dari David L. Raetner dan Thomas Lee Hazen tersebut pada dasarnya sama dengan yang dikemukakan oleh Roger E. Meiners di atas yakni¹³⁹ :
Purchases or sales by persons who have access to information which is not available to those with they deal or to traders generally
- d Henry R. Cheeseman memberikan definisi tentang *insider trading* ini sebagai berikut¹⁴⁰ :
When corporate makes a profit by pertsonally purchasing shares of the corporation prior to public release of favorable information or by selling shares of the corporation prior to the public disclosure of unfavorable information

Batasan *insider trading* sebagaimana dinyatakan oleh para ahli di atas merujuk pada *Securities Exchange Act 1934* seperti yang berlaku di Amerika Serikat. Dari pengertian tersebut, maka secara yuridis diketemukan beberapa elemen dari suatu pranata hukum *insider trading* yaitu sebagai berikut¹⁴¹ :

- a. Adanya perdagangan efek .
- b. Dilakukan oleh orang dalam perusahaan
- c. Adanya *inside information*
- d. *Inside information* tersebut belum terbuka untuk umum

¹³⁷Henry Campbell Black,*Black Law Dictirnary,Fifth Edition*, West Publishing Company, St Paul, Minnesota,1979,hlm.715-716

¹³⁸Roger E.Meiners,*The Legal Environment of Business*,Third Editon,West Publisihing,St Paul,1988,hlm.575.

¹³⁹David R.Laetner, *Securities Regulation;Cases and Material*,Fourth Edition,West Publishing Co,St Paul,Minnesota,1991,hlm.97

¹⁴⁰Henry R.Cheeseman,*Business Law;The Legal,Ethic and International Environment*,Second Edition,Prentice Hall,Englewood Cliffs,New Jersey,1995,hlm.704

¹⁴¹Munir Fuady,*Opcit*,hlm.167.

- e. Perdagangan merupakan efek dari adanya *inside information* tersebut
- f. Tujuannya untuk mendapat keuntungan yang tidak layak
- g. Undang-undang Pasar Modal Indonesia sendiri tidak memberikan batasan tentang *insider trading* secara jelas. Ketentuan tersebut hanya terbatas pada transaksi yang dilarang antara lain yaitu Orang Dalam dari emiten yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan transaksi penjualan atau pembelian atas efek emiten atau perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan emiten atau perusahaan yang bersangkutan.

Pada pasal 95 UU Pasar Modal disebutkan bahwa orang dalam yang dimaksud adalah :

- a. Komisaris, direktur, atau pegawai emiten
- b. Pemegang saham utama emiten
- c. orang perorangan yang karena kedudukan atau profesinya atau karena hubungan usahanya dengan emiten atau perusahaan publik memungkinkan orang tersebut memperoleh informasi tersebut
- d. pihak yang dalam waktu 6 (enam) bulan terakhir tidak lagi menjadi pihak sebagaimana dimaksud dalam huruf a, huruf b atau huruf c di atas.

Menunjuk kepada pasal tersebut di atas, orang dalam merupakan pihak yang diklasifikasikan sebagai pihak yang mempunyai posisi strategis dalam memperoleh informasi yang mengandung fakta material, di mana informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.

Informasi atau fakta material dapat berbentuk¹⁴² :

- a. Penggabungan usaha (*merger*), pengambilalihan (*acquisition*), peleburan usaha (*consolidation*) atau pembentukan usaha
- b. Pemecahan saham (*share split*) atau pembagian dividen saham (*stock dividend*)
- c. Pendapatan dan dividen yang luar biasa
- d. Perolehan atau kehilangan kontrak penting
- e. Produk atau penemuan baru yang berarti
- f. Perubahan tahun buku perusahaan ; dan

¹⁴²Pasal 1 angka 7 UU PM

- g. Perubahan dalam pengendalian atau perubahan penting dalam manajemen.

Fakta menunjukkan bahwa harga sekuritas ditentukan oleh informasi yang tersedia. Jika informasi mengenai perusahaan tertentu adalah positif, misalnya perusahaan tersebut memperoleh laba yang luar biasa, maka harga sahamnya tentu akan naik, demikian sebaliknya jika informasi negatif, akan menyebabkan harga turun dan mempengaruhi setiap aktivitas di lantai bursa. Siapa saja yang memiliki informasi tersebut sebelum orang lain memperolehnya, berada pada posisi yang diuntungkan (*informational advantages*), sehingga dapat memperoleh keuntungan ekonomis ketika melakukan transaksi dengan menggunakan informasi tersebut.

Jika *corporate insider* yang mempunyai posisi strategis untuk mengetahui berbagai informasi yang tidak diketahui orang lain (*nonpublic information*) dibenarkan untuk melakukan transaksi sekuritas dengan menggunakan informasi tersebut, maka akan terjadi ketidakadilan di pasar modal. Kondisi tersebut menempatkan sekelompok orang (*insider*) pada posisi yang lebih baik (*informational advantages*) dibandingkan investor lain. Oleh karena itu, dalam hukum pasar modal modern, praktek *insider trading* dilarang secara tegas dan dianggap bagian manipulasi pasar yang diancam pidana dan tanggungjawab perdata.

b. Penjelasan tentang Insider

Penjelasan pasal 95 UU Pasar Modal memberikan definisi tentang *insider*. Ayat (1) dan (2) menjelaskan bahwa *insider* adalah komisaris, direktur dan pegawai serta pemegang saham utama perusahaan. Ayat (3) menjelaskan bahwa orang-orang yang mempunyai "kedudukan" tertentu yang memungkinkan memperoleh *inside information* juga dianggap sebagai *insider*.

Selintas kelihatan bahwa definisi *insider* cukup jelas, namun jika kita kaji lebih lanjut masalahnya mungkin menjadi tidak jelas. Tentang komisaris dan direksi tentu tidak ada perbedaan penafsiran. Tetapi siapakah yang diklasifikasikan sebagai pegawai perusahaan, banyak penafsiran masih dimungkinkan. Apakah klasifikasi pegawai hanya berlaku bagi pegawai tetap,

bagaimana dengan pegawai harian lepas? Bagaimana dengan orang yang bekerja pada perusahaan bukan sebagai pegawai *trainee* misalnya. Apakah seorang petugas *cleaning service* yang dikontrak dari suatu perusahaan pemberi jasa independen dapat juga disebut sebagai pegawai?

Peraturan perundang-undangan belum memberikan jawaban yang jelas. Tidak juga yurisprudensi. Karena itu, untuk menafsirkan hal ini ada baiknya jika kita melihat tradisi yang ada di Amerika dimana hukum pasar modalnya sudah maju. Penafsiran tentang *insider* di Amerika didasarkan atas dua teori yang sangat terkenal yaitu *Fiduciary Duty Theory* dan *Missappropriation Theory*¹⁴³.

Menurut teori pertama yang didasarkan kepada doktrin Common Law menegaskan bahwa *insider* adalah setiap orang yang mempunyai *fiduciary duty* atau hubungan lain yang berdasarkan kepercayaan (*trust or confidence*) dengan perusahaan. Berdasarkan teori ini, siapa saja yang dibayar perusahaan untuk melaksanakan tugas yang diberikan, maka dia mempunyai *duty* kepada perusahaan untuk menjalankan tugas tersebut dengan sebaik-baiknya, termasuk menjaga segala kepentingan dan rahasia perusahaan. Orang-orang inilah yang dianggap sebagai *insider*.

Jika dikaji lebih lanjut, *insider* dapat dibedakan dalam dua kelompok. *Pertama*, komisaris, direktur, pemegang saham (paling sedikit 10%) dan pegawai perusahaan. Mereka ini secara nyata adalah orang-orang yang bekerja dalam perusahaan. *Kedua*, orang-orang luar tetapi mempunyai hubungan *trust and confidence* dengan perusahaan, seperti konsultan, penilai (*appraiser*), akuntan atau penasihat hukum perusahaan. Karena hubungan khusus tersebut mereka dapat memiliki akses terhadap informasi *nonpublic* yang dimiliki perusahaan. Karena kedudukan tersebut mereka mempunyai *fiduciary duty* kepada perusahaan, oleh karena itu mereka juga dianggap sebagai *insider*. Orang-orang tersebut dalam kelompok kedua biasanya disebut *temporary insider* atau *quasi insider*¹⁴⁴.

¹⁴³Sofyan A.Djalil, *Manipulation and Insider Trading*, disampaikan pada Pendidikan dan Latihan Bagi Profesi Penunjang Untuk Konsultan Hukum Pasar Modal angkatan VII, Jakarta, 1996, hlm.6

¹⁴⁴*Ibid*, hlm.8.

Dalam tradisi *Common Law* yang berkaitan dengan pasar modal, adalah kewajiban bagi *insider* yang mempunyai informasi yang penting dan relevan yang dapat mempengaruhi harga saham wajib *disclose* kepada publik. Pada intinya setiap orang yang menggunakan informasi *nonpublic* milik orang lain untuk melakukan perdagangan sekuritas dianggap telah melakukan *insider trading*. Sebagaimana pula dinyatakan dalam teori *Missappropriation*¹⁴⁵ bahwa “*missappropriation material, nonpublic information from any source, and uses that information from any source, and uses that information to his (her) advantage in securities transactions, is guilty of insider trading*. Teori ini tidak mengharuskan adanya pelanggaran kepada perusahaan. Hanya yang dipertimbangkan adalah apakah informasi *nonpublic* telah diambil dari orang lain dan disalahgunakan untuk melakukan perdagangan sekuritas.

Menyimak definisi pasal 95 UU Pasar Modal, jelas bahwa *insider* menurut undang-undang ini hanya terbatas sebagaimana dimaksud oleh teori *fiduciary duty*. Pembatasan ini tentu menciptakan lobang (*loopholes*) dalam pelaksanaan ketentuan *insider trading*. Karena sebagaimana telah dipaparkan di atas, banyak praktek yang dapat diklasifikasikan sebagai *insider trading* tidak dapat dituntut karena pelakunya tidak dianggap sebagai *insider*.

c. Penjelasan tentang Informasi Orang Dalam (*Inside Information*)

Undang-undang Pasar Modal mendefinisikan informasi sebagai berikut : Informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.

Penjelasan atas pasal ini memberikan beberapa contoh dari informasi atau fakta material tersebut, seperti penggabungan usaha (*merger*), pengambil alihan (*acquisition*), peleburan usaha (*consolidation*), pembentukan usaha patungan, pemecahan saham atau pembagian deviden saham (*stock dividend*), dsbnya. Faktor yang paling penting dari suatu informasi yang dimaksudkan adalah dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal.

¹⁴⁵*Ibid*, hlm.9.

Konsep informasi atau fakta material (*material fact or materiality*) mungkin lebih dapat dimengerti dengan mengambil doktrin dari kasus di Amerika. Dalam berbagai kasus yang menyangkut pelaksanaan ketentuan pengadilan Amerika umumnya mengacu kepada *Restatement of Fact*. Menurut ketentuan ini, fakta adalah material jika orang yang rasional *held attach importance (to the fact misrepresented) indetermining his action in question*. Hal ini tidak diharuskan bahwa pembeli atau penjual mengetahui segala informasi berkaitan dengan transaksi yang sedang berlangsung. Rencana-rencana manajemen perusahaan umumnya tidak dianggap bersifat material, sebab itu tidak perlu di *disclose*. Namun, jika rencana tersebut sudah matang dan siap dilaksanakan (dari segi teknis dan hukum) maka rencana tersebut sudah dianggap material.

Dengan mengacu kepada penjelasan singkat tersebut kiranya jelas, kita mempunyai bayangan tentang apa yang dianggap informasi atau fakta material menurut UU Pasar Modal kita. Sepanjang informasi atau fakta material tersebut belum di *disclose* kepada publik maka informasi tersebut masih dianggap informasi orang dalam (*nonpublic inside information*). Jika orang dalam melakukan transaksi dengan menggunakan informasi ini maka ia dianggap telah melakukan pelanggaran atas ketentuan *insider trading*.

3) Prinsip Umum Tentang *Insider Trading*

a. *Fiduciary Duty Theory*

Fiduciary duty theory didasarkan pada doktrin hukum common law yang menegaskan bahwa setiap orang mempunyai *fiduciary duty* atau hubungan lain yang berdasarkan kepercayaan (*trust or confidence*) dengan perusahaan. Dalam prakteknya, teori *fiduciary duty* ini berkembang terhadap direksi dalam hubungan amanah (hubungan *fiduciary*) dengan perseroan, bahkan sampai batas-batas tertentu dalam hubungan dari direksi perseroan dengan pemegang saham dan

pekerja dalam perusahaan. Pada prinsipnya, ada 2 fungsi utama dari direksi suatu perseroan yaitu sebagai berikut ¹⁴⁶:

- a. *Fungsi manajemen*, dalam arti direksi melakukan tugas memimpin perusahaan.
- b. *Fungsi representasi*, dalam arti direksi mewakili perusahaan di dalam dan diluar pengadilan. Prinsip mewakili perusahaan di luar pengadilan menyebabkan perseroan sebagai badan hukum akan terikat dengan transaksi atau kontrak-kontrak yang dibuat oleh direksi atas nama dan untuk kepentingan perseroan.

Prinsip *fiduciary duty* berlaku bagi direksi dalam menjalankan tugasnya, baik dalam menjalankan fungsinya sebagai manajemen maupun sebagai representasi dari perseroan. Istilah *fiduciary duty* berasal dari dua kata :

- a. *Fiduciary* ; dan
- b. *Duty*

Tentang istilah *duty* banyak dipakai dimana-mana, yang berarti “tugas”. Sedangkan untuk istilah *fiduciary* berasal dari bahasa latin *Fiduciarus*, dengan kata *fiducia* yang berarti “kepercayaan” (*trust*). Sehingga dengan istilah *fiduciary* diartikan sebagai *memegang sesuatu dalam kepercayaan* atau *seseorang yang memegang sesuatu dalam kepercayaan untuk kepentingan orang lain* (cetak miring penulis). Dengan demikian, dalam bahasa Inggris, orang yang memegang sesuatu secara kepercayaan untuk kepentingan orang lain tersebut disebut dengan istilah *trustee*, sementara pihak yang dipegang untuk kepentingan tersebut disebut dengan istilah *beneficiary*¹⁴⁷. Dalam bahasa Indonesia, orang yang memegang suatu kepercayaan seperti itu disebut sebagai orang yang memegang amanah.

Seseorang mempunyai tugas *fiduciary* (*fiduciary duty*) manakala dia mempunyai *kapasitas fiduciary*. Seseorang mempunyai *kapasitas fiduciary* jika bisnis yang ditransaksikannya atau uang/properti yang dikuasai bukan miliknya dan bukan untuk kepentingannya melainkan milik orang lain, di mana orang lain tersebut mempunyai kepercayaan yang besar kepadanya. Sementara itu,

¹⁴⁶Munir Fuady, *Doktrin-doktrin Modern Dalam Corporate Law & Eksistensinya Dalam Hukum Indonesia*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 2002, hlm.32.

¹⁴⁷*Ibid*, hlm.33

di lain pihak dia wajib mempunyai itikad baik yang tinggi dalam menjalankan tugasnya.

Istilah *fiduciary* ini dipergunakan, baik untuk perjanjian *trustee* dalam arti *technical trust* maupun untuk jabatan atau hubungan hukum dengan lawyer, perwalian, broker, kurator, pejabat publik atau direktur dari suatu perusahaan (antara direktur dengan perseroanya). Antara pihak yang mempunyai kapasitas *fiduciary* dengan pihak yang diasuhnya atau yang harta bendanya diasuh, terdapat hubungan khusus yang disebut dengan hubungan fidusia (*fiduciary relation*). Yang dimaksud dengan *fiduciary relation* adalah suatu hubungan yang timbul, baik dari hubungan *fiduciary* secara teknis maupun dari hubungan informal yang timbul manakala seorang percaya atau bergantung kepada orang lain. Dalam hal ini, seorang percaya kepada orang lain, di mana orang lain tersebut bertindak dengan itikad baik dan dengan penghormatan yang baik serta *fair* kepada kepentingan orang lain tersebut.

Sementara UU No 1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas walaupun tidak secara tegas mengakui keberadaan prinsip *fiduciary duty* ini, tetapi dari beberapa ketentuan dalam UUPT tersebut, nyatanya juga prinsip *fiduciary duty* walaupun berasal dari sistem hukum *common law*, tetap diberlakukan, khususnya terhadap organ direktur dan komisaris, sebagaimana terdapat dalam pasal 82 dan 98 UUPT. Sehubungan dengan praktek *insider trading* sendiri jelas, bahwa informasi yang diperoleh dengan konversi untuk memperoleh keuntungan, pihak yang paling dekat untuk merealisasikan hal tersebut adalah *corporate insider* yaitu mereka yang berdasarkan pasal 95 UU Pasar Modal digolongkan ke dalam pihak yang merupakan orang dalam. Sehingga, baik secara langsung maupun tidak langsung terkait dengan prinsip *fiduciary duty*.

b. Abstain or Disclose Theory

Pada dasarnya, informasi yang berkaitan dengan sekuritas merupakan informasi yang rahasia manakala saham-saham yang akan ditawarkan kepada publik belum didaftarkan di bursa efek. Sedemikian rahasianya hingga orang dalam pun tidak diperkenankan untuk mengeluarkan informasi material tersebut. Namun, perlu menjadi perhatian bahwa orang dalam yang mempunyai hubungan

pekerjaan juga mempunyai wewenang guna membuka informasi tersebut, sehingga berdasarkan informasi yang dimilikinya maka orang dalam tersebut dapat menentukan pilihannya yaitu membuka informasi tersebut (*disclose*) kepada investor atau tidak membuka informasi material tetapi juga tidak boleh melakukan transaksi perdagangan (*abstain*) atau tidak merekomendasikan kepada pihak lain untuk melakukan transaksi di bursa terhadap sekuritas perusahaan. Keadaan tersebut dikenal dengan istilah *Abstain or Disclose Theory*.

Penerapan terhadap prinsip *abstain or disclose* tersebut setidaknya harus memenuhi empat unsur minimal¹⁴⁸ :

- a Informasi orang dalam tersebut hanya untuk kepentingan perusahaan, dan bukan untuk kepentingan pribadi siapapun
- b Bahwa pengungkapan tersebut bukan dimaksudkan untuk menciptakan ketidakadilan (*inherent unfairness*) terhadap pihak-pihak yang sengaja untuk memanfaatkan kesempatan dalam rangka memanfaatkan keuntungan, sedangkan pihak lain belum mengetahui terhadap informasi material
- c Terhadap akibat yang ditimbulkan merupakan tanggung jawab pribadi pihak yang mengungkapkan informasi tersebut dan telah menghitung pula akibat yang akan berpengaruh terhadap aktivitas bursa
- d Bahwa tindakan tersebut diatur dalam ketentuan yang terdapat dalam Undang-undang Pasar Modal.

Dalam perspektif lain, berdasarkan tradisi common law yang berkaitan dengan pasar modal, *insider* berkewajiban membuka kepada publik informasi material yang dimilikinya yang dapat mempengaruhi harga saham, namun apabila dipandang tindakan tersebut beresiko di samping tidak berniat untuk bertransaksi maka sebaiknya tidak diungkapkan.

c. *Missappropriation Theory*

Penerapan teori *abstain or disclose* maupun *fiduciary duty* nampaknya memiliki celah-celah yang mudah dimasuki dan berpotensi dilanggar, di samping keinginan guna memperoleh keuntungan mempergunakan teknik-teknik yang makin mutakhir dengan melibatkan sumber daya maupun teknis pasar modal yang berkembang dari waktu ke waktu. Kegagalan tersebut karena kedua teori hanya

¹⁴⁸Najib A. Gisymar, *Insider Trading dalam Transaksi Efek*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1999, hlm.39

menjangkau pihak-pihak yang termasuk ke dalam kategori orang dalam (*corporate insider*) semata tanpa memperhitungkan keberadaan orang luar (*outsider*) yang dapat memanfaatkan celah guna menggali keuntungan sebesar-besarnya, sedangkan tindakan tersebut diindikasikan sebagai pelanggaran (*insider trading*).

Abstain or disclose dan *Fiduciary duty theory* dalam pelaksanaannya masih belum lengkap, karena hanya mendasarkan pada transaksi efek yang belum terbuka kepada masyarakat tetapi pelakunya tidak dapat dikenakan ketentuan mengenai *insider trading*. Sehingga perlu dikembangkan prinsip lain untuk melengkapi ke dua teori tersebut, di samping untuk menjerat praktek-praktek yang bertentangan dengan kaidah-kaidah pasar modal. Oleh *Securities Exchange Commission* kemudian dilengkapi dengan satu teori lagi yakni *Missappropriation Theory*.

*Missappropriation theory*¹⁴⁹ adalah teori yang mengenai transaksi yang dilakukan oleh orang luar perusahaan secara tidak sengaja berdasarkan informasi yang belum tersedia bagi masyarakat, maka dianggap sama dengan telah melakukan *insider trading*. Teori ini sangat menyeluruh karena penerapannya dapat menjangkau praktek transaksi efek yang dilakukan oleh seseorang berdasarkan informasi secara tidak langsung.

Terhadap teori ini, bukan dimaksudkan untuk menghambat atau menghalangi hubungan kerja sama berdasarkan prinsip *fiduciary duty* terhadap perusahaan. Pertimbangan yang digunakan dalam teori ini adalah adanya penyalahgunaan informasi yang belum tersedia bagi masyarakat yang diperoleh dari orang lain untuk melakukan transaksi efek. Ada beberapa pertimbangan bahwa tidak semua informasi yang dapat mempengaruhi harga saham harus di *disclose* kepada masyarakat, antara lain¹⁵⁰ :

- a. Informasi yang belum matang untuk di *disclose*. Misalnya sebuah perusahaan elektronik menemukan superkonduktor generasi terbaru yang diperhitungkan bila di *listed* di bursa akan menyebabkan harga saham akan naik, namun belum tentu diminati oleh investor

¹⁴⁹*Ibid*, hlm.42.

¹⁵⁰*Ibid*, hlm.43

- b. Informasi yang apabila di *disclose* akan dimanfaatkan oleh pesaing-pesaingnya sehingga merugikan perusahaan tersebut
- c. Informasi yang sifatnya rahasia, yang merupakan rahasia perusahaan. Hal ini berkenaan dengan kontrak yang telah disepakati oleh pihak-pihak yang mengadakan perjanjian bahwa kontrak tersebut adalah bersifat rahasia diantara kedua pihak.

Pasal 95 UU Pasar Modal, apabila dianalisis lebih jauh dengan memperhatikan teori-teori sebagaimana tersebut di atas, maka masih terdapat celah hukum yang dapat dipakai oleh orang dalam untuk melakukan transaksi efek yang dilarang atau *insider trading*. Pasal 95 U Pasar Modal hanya menjangkau pihak-pihak dalam kapasitas *fiduciary duty*, sehingga para pelaku yang masuk kategori *missappropriation theory* hampir dapat dipastikan dapat terhindar dari pelaksanaan pasal 104 UU Pasar Modal.

4. Praktek *Insider Trading* dan Upaya Pencegahannya

Salah satu ciri dari bursa di negara manapun adalah fungsinya sebagai sebuah SRO (*Self Regulation Organisation*), yaitu yang mengakibatkan lembaga ini mempunyai kewenangan mengatur baik mengenai keanggotaan, bagaimana cara perdagangan harus dilakukan maupun pengawasan atas kegiatan anggotanya. Dengan demikian atas dasar kewenangannya sebagai SRO inilah maka bursa diharuskan untuk melakukan pengawasan terhadap kegiatan anggotanya. Di negara kita kelihatannya masalah ini masih dipertanyakan yaitu : apakah bursa memang sebuah SRO? Pertanyaan ini timbul karena bursa efek sebenarnya adalah sebuah perusahaan swasta berbentuk Perseroan Terbatas, yang oleh karena itu tidak ada bedanya dengan perusahaan sejenis lainnya misalnya anggota bursa yang diaturnya maupun emiten yang tercatat di bursa.

Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal juga tidak secara tegas menyatakan menyatakan hal ini. Untuk itu mungkin perlu diketahui yang dimaksud dengan SRO yakni¹⁵¹ :

Business organization that sets its own rules for conduct licences, or approves firms engaging in market making activities, and supervise the activities of market participants. Example are the National Association if

¹⁵¹Thomas Fitch, *Dictionary of Banking Terms*, Barrons Educational Series, Inc, 1993, hlm 554.

Securities Dealer, the Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB), the New York Stock Exchange

Dari kutipan di atas dan apabila dihubungkan dengan ketentuan-ketentuan dalam pasal 7 dan 9 UUPM dapat kita simpulkan bahwa bursa yang ada di Indonesia memang ingin dijadikan sebagai sebuah SRO. Pasal 7 ayat 1 dan 2 misalnya mengatakan bahwa *Bursa efek didirikan dengan tujuan menyelenggarakan perdagangan efek yang teratur, wajar dan efisien (ayat 1)*. Selanjutnya ayat 2 pasal ini menyatakan bahwa *dalam rangka menyediakan sarana pendukung dan mengawasi kegiatan anggota bursa efek*. Untuk mencapai tujuan di atas, pasal 9 undang-undang ini kemudian menegaskan lagi kedudukan bursa sebagai sebuah SRO. Pasal 9 ayat 1 menyatakan bahwa *Bursa Efek wajib menetapkan peraturan mengenai keanggotaan, pencatatan, perdagangan, kesepadanan efek, kliring dan penyelesaian transaksi bursa, dan hal-hal lain yang berkaitan dengan kegiatan bursa efek*.

Dari kutipan-kutipan pasal di atas sebenarnya dapat kita lihat bahwa unsur-unsur yang ditulis dalam definisi mengenai sebuah SRO sudah terpenuhi semuanya khususnya bagi BEJ. Dengan status yang demikian bursa membuat peraturan, memberi izin bagi anggotanya untuk berdagang serta mengawasi kegiatan anggotanya tersebut. Selanjutnya untuk menjalankan dan menegakkan peraturannya, bursa menjatuhkan sanksi dan pada akhirnya dapat saja mengeluarkan anggotanya tersebut. Pengawasan merupakan salah satu peran yang dilakukan oleh bursa untuk menjalankan tugasnya sebagai SRO tersebut. Dengan demikian kewenangan sebagai SRO ini sudah diberikan oleh undang-undang yang ada.

a. Pengawasan Perdagangan di Bursa

Pengawasan perdagangan adalah salah satu hal terpenting yang harus dilakukan oleh Bursa. Hal ini karena pengawasan merupakan salah satu sarana di mana dapat diciptakannya suatu perdagangan efek yang teratur, wajar dan efisien yang merupakan tujuan dari dibentuknya bursa itu sendiri. Begitui pentingnya pengawasan ini harus dilakukan oleh bursa sehingga undang-undang mewajibkan agar bursa mempunyai sarana untuk mengawasi kegiatan perdagangan ini.

Pengawasan ini dimaksudkan tak lain untuk menjamin bahwa harga yang terjadi memang mencerminkan mekanisme pasar berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran. Pengawasan ini juga dimaksudkan agar setiap investor mempunyai akses terhadap informasi yang sama dan dapat dicegahnya manipulasi pasar secara seksama.

Dengan beroperasinya JATS (*Jakarta Automatic Trading System*), pelaksanaan perdagangan efek tidak perlu lagi harus dilakukan secara langsung ke lantai perdagangan, tetapi cukup hanya dengan memantu layar monitor yang terhubung dengan komputer perdagangan anggota bursa. Dari sistem yang dirancang untuk mengawasi jalannya perdagangan efek, bagian pengawasan bursa dapat melihat semua aktivitas yang berkaitan dengan masing-masing saham (*stock watch*) termasuk pergerakan harga, kedalaman pasar (*market depth*), frekuensi pelaksanaan transaksi (*market activity*) maupun sisa porsi asing yang masih dapat dibeli oleh pemodal asing¹⁵².

Adanya *stock watch* sangat membantu bursa untuk mendeteksi secara cepat mengenai penyimpangan-penyimpangan yang mungkin terjadi di pasar. Misalnya, saham x rata-rata setiap harinya diperdagangkan hanya sebanyak 100 lot. Tiba-tiba pada suatu saat perdagangan saham tersebut naik beberapa kali lipat menjadi 20.000 lot. Apabila hal ini terjadi, dengan bantuan sistem yang ada, bagian pengawasan di bursa dengan cepat mendeteksi kelainan tersebut. Misalnya apakah kelainan ini memang disebabkan oleh karena dikeluarkannya keputusan-keputusan tertentu oleh perusahaan seperti hasil rapat umum atau tanpa sebab lain. Untuk itu dapat mengambil langkah-langkah yang diperlukan misalnya menghentikan perdagangan atau melakukan suspensi atas kegiatan *broker* apabila perdagangan yang dilakukannya dianggap melebihi kemampuan keuangannya¹⁵³.

Dalam rangka mempermudah pemantauan aktivitas perdagangan efek, Bursa Efek Jakarta telah membuat parameter-parameter yang dapat diterapkan ke dalam *Automated Warning System*¹⁵⁴. System ini merupakan suatu alat bantu yang

¹⁵²Hasil wawancara dengan Bpk. Erry TP Hidayat, *Senior Auditor-Coordinator of Unusual Transaction Audit, BEJ*, Jakarta, 28 Maret 2002.

¹⁵³*Ibid*

¹⁵⁴*Ibid*

dirancang untuk menampilkan secara otomatis sinyal atas kegiatan anggota bursa maupun transaksi saham yang telah melanggar parameter yang ditetapkan.

Dalam merancang alat bantu tersebut, Bursa Efek Jakarta memiliki fleksibilitas untuk menentukan batasan parameter-parameter yang dapat diubah sewaktu-waktu. Jenis-jenis parameter yang dirancang meliputi berbagai macam antara lain parameter terhadap pemantauan volume perdagangan, fluktuasi harga, nilai perdagangan serta aktivitas anggota bursa dalam melakukan perdagangan dan penyelesaiannya.

Sistem pengawasan ini diharapkan akan membantu Bursa Efek Jakarta dalam mencegah atau setidaknya melacak bagaimana sampai dapat terjadi suatu transaksi yang dilarang. Mengingat sistem pengawasan (*market surveillance*) mempunyai kemampuan yang dapat mengakses semua *database* seperti *database* perdagangan, keanggotaan, pencatatan, bahkan nantinya setelah sistem perdagangan tanpa waktu (*scriptless trading*) diimplementasikan mungkin dapat mengakses *database* investor, maka kegiatan *market surveillance* merupakan aktivitas yang sifatnya tertutup. Hanya orang-orang tertentu saja yang dapat memantau sistem pengawasan tersebut¹⁵⁵.

b. Pemantauan Terhadap Aktivitas Broker/Investor

Sebagaimana dikatakan di atas, perdagangan di Bursa Efek Jakarta dilakukan dengan bantuan komputer yaitu JATS. Dalam tugasnya mengawasi aktivitas perdagangan divisi pengawasan bursa baik secara *on line* maupun *off-line*. Pengawasan secara *on line* pada dasarnya merupakan penggantian atas pengawasan di lantai bursa ketika transaksi di Bursa Efek Jakarta masih dilakukan secara manual. Oleh karena itu, pada dasarnya pengawasan secara *on line* dilakukan dengan memantau aktivitas perdagangan selama berlangsungnya jam perdagangan. sedangkan pengawasan secara *off line* dilakukan dengan melakukan penelitian atas data-data perdagangan yang telah tersedia di sistem komputer perdagangan. oleh karena komputer akan menyimpan semua aktivitas dan data perdagangan yang telah direkam. Berdasarkan data-data perdagangan inilah Bursa

¹⁵⁵ *Ibid*

Efek Jakarta kemudian melakukan kajian ulang terhadap aktivitas para anggotanya¹⁵⁶.

Selain data mengenai aktivitas perdagangan anggota bursa, JATS juga mencatat semua informasi mengenai nama-nama data operasional anggota bursa seperti nama-nama dewan komisaris, direksi, perusahaan yang terafiliasi, para pemegang saham terbesar dan lain-lain. Dengan berpedoman pada data tersebut, Bursa Efek Jakarta dapat melakukan investigasi kepada anggota bursa apabila terdapat kecurigaan terjadinya transaksi-transaksi efek yang tidak biasa atau dilarang.

Sebagaimana telah dijelaskan di atas, setiap order yang masuk ke dalam sistem komputer yang tercatat oleh JATS, Bursa Efek Jakarta dapat melihat siapa-siapa yang melakukan transaksi untuk suatu saham tertentu. Dengan diketahuinya pelaku transaksi akan memudahkan bagi otoritas bursa untuk menentukan apakah telah terjadi transaksi semu atau tidak, penjual/pembeli pertama sama dengan pembeli/penjual terakhir pada harga yang sama.

Transaksi semu dapat juga terjadi bila broker memadukan beberapa amanat dari investor-investor yang berbeda namun mempunyai kondisi order pada harga dan efek yang sama. Bila amanat-amanat ini digabungkan dan kemudian dieksekusikan melalui transaksi di bursa, seolah-olah dapat memberikan gambaran terjadinya pengaruh aktivitas transaksi di bursa termasuk kondisi haargaa efek di pasar.

Jenis pelanggaran lain yang mungkin dilakukan oleh broker adalah pelaksanaan transaksi *cross trading* untuk kepentingan sendiri¹⁵⁷. Order yang berasal dari kliennya digabungkan dengan order milik sendiri. Dalam kasus ini, ada kemungkinan broker menentukan harga sendiri tanpa memperhatikan kepentingan kliennya. Dalam Peraturan Perdagangan di Bursa Efek Jakarta memang anggota bursa tidak dilarang untuk melakukan *cross trading* antara investor dengan dirinya sendiri, tetapi broker dalam melakukan transaksinya

¹⁵⁶Hasil wawancara dengan Bpk.Taufiq Rahman, Manager Corporate Communication Division, Bursa Efek Jakarta, pada tanggal 14 November 2001

¹⁵⁷*Ibid*

terlebih dahulu harus mengutamakan kepentingan nasabahnya dengan mengetahui kurs yang terjadi di pasar reguler secara wajar.

Atas dasar data awal ini, staff divisi pengawasan kemudian akan melakukan permintaan data dari anggota bursa, melakukan analisa laporan keuangan emiten, memeriksa hubungan antar anggota atau anggota bursa dengan emiten, meneliti *rumors*, berita atau keputusan-keputusan perusahaan yang telah diambil. Lebih lanjut divisi pengawasan bursa akan meminta audit untuk melihat kewajaran transaksi. Selanjutnya bursa akan melaporkan hal ini kepada Bapepam untuk diambil tindakan lebih lanjut, apabila Bapepam menganggap laporan bursa ini memang perlu ditindak lanjuti.

c. Pemantauan Terhadap Aktivitas Saham

Dalam upaya mendapatkan pasar yang transparan, sistem perdagangan JATS yang dikembangkan oleh Bursa Efek Jakarta, menyediakan suatu fasilitas untuk berbagai berita/informasi mengenai efek-efek yang tercatat di bursa. Berita/informasi yang disampaikan meliputi berbagai macam hal seperti berita peristiwa penting emiten, pembagian deviden/bonus, dan lain-lain. Berita/informasi ini dapat diakses oleh berbagai kalangan, mulai dari anggota bursa sampai ke masyarakat pemodal/publik.

Untuk mendapatkan informasi penting sebagaimana tersebut di atas, Bursa Efek Jakarta mengharuskan emiten yang sahamnya tercatat di bursa agar melaporkan setiap kejadian (informasi penting dan material) yang dipandang dapat mempengaruhi pergerakan saham di bursa. Adanya informasi ini akan menjadi salah satu referensi bursa dalam menginvestigasi suatu masalah. Sebagai contoh, saham X mengalami lonjakan harga yang besar dalam satu hari. Setelah melihat ke dalam dokumen berita/informasi yang ada di JATS, mungkin dapat diketahui bahwa ada pembagian dividen saham X sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa lonjakan harga yang terjadi adalah wajar.

Selain fasilitas berita/informasi, JATS juga mempunyai *database* lengkap mengenai emiten yang sahamnya tercatat di bursa yang meliputi profil perusahaan, nama-nama dewan komisaris, direksi, perusahaan yang terafiliasi, pemegang-pemegang saham terbesar, dan lain-lain. JATS dirancang sedemikian

rupa untuk dapat menyimpan setiap data-data historis perdagangan yang dibutuhkan untuk melacak apakah terjadi manipulasi pasar maupun *insider trading*.

BAB III

Hasil Penelitian dan Pembahasan

A Hasil Penelitian

1. Faktor-faktor Penyebab Munculnya Praktek *Insider Trading* Dalam Transaksi Efek

a. Fluktuasi Harga Saham

Sebagai surat berharga yang ditransaksikan di pasar modal, harga saham selalu cenderung mengalami fluktuasi, naik dan turun dari satu waktu ke waktu yang lain. Seperti komoditi lain pada umumnya, fluktuasi harga saham tersebut tergantung pada kekuatan penawaran dan permintaan. Apabila suatu saham mengalami kelebihan permintaan, harga akan cenderung naik. Sebaliknya, kalau terjadi kelebihan penawaran harga saham akan cenderung turun. Jadi hukum permintaan dan penawaran berlaku sepenuhnya untuk perdagangan saham di bursa.

Namun, saham berbeda dengan barang dagangan lainnya. Fluktuasi harga saham dapat tajam sekali, sehingga investor yang paling profesional sekalipun bisa terheran-heran. Saham A bisa naik mendadak 30% dalam waktu beberapa menit dan bisa turun 70% beberapa waktu kemudian. Kenaikan atau kemerosotan harga yang tajam ini terjadi karena ada unsur permintaan yang dilakukan oleh spekulator untuk mendapatkan keuntungan dalam waktu yang singkat.

Spekulator adalah investor yang orientasinya berjangka pendek atau sangat pendek. Bisa satu hari, satu jam, bahkan satu menit. Mereka membeli saham pada harga rendah dan menjualnya pada harga yang lebih tinggi. Atau, kalau harga saham yang mereka miliki diperkirakan akan turun, mereka segera menjualnya. Saham tersebut mereka beli kembali pada harga yang lebih rendah. Hal seperti ini disebut dengan *short selling*.

Nilai sebuah saham sesungguhnya ditentukan oleh kondisi fundamental suatu perusahaan. Investor membuat keputusan menanam uangnya dengan membeli saham setelah mempertimbangkan laba emiten, pertumbuhan penjualan,

dan aktiva selama kurun waktu tertentu. di samping itu, prospek perusahaan ini di masa mendatang sangat penting dipertimbangkan. Indikator-indikator yang dipertimbangkan adalah *Price Earning Ratio (PER)*, *book value* atau BV, *return on equity* atau ROE, *return on asset* atau ROA, dan lain-lain¹

Beberapa kasus melonjaknya harga sesuatu saham di lantai bursa banyak yang terindikasi sebagai *insider information*. Artinya, pembelian atau penjualan saham tersebut terjadi setelah ada informasi dari 'orang dalam'. Yang disebut 'orang dalam' adalah direksi, komisaris, pemegang saham utama atau orang yang mempunyai relasi dekat dengan manajemen emiten. Informasi itu sebenarnya rahasia dan belum menjadi milik publik, tetapi bocor ke kalangan pelaku bursa. Karena dengan informasi tersebut, investor dapat memproyeksikan harga saham, investor pun membeli saham terlebih dahulu dalam jumlah besar. Ini disebut *insider trading*, suatu bentuk transaksi di bursa yang dilarang oleh Undang-undang No 8 tahun 1995.

Kasus pergerakan saham Super Indah Makmur (SIMA) pertengahan 1996 misalnya², membuat sebagian besar pemodal mengalami kepanikan. Saham yang biasanya tidak likuid dan sudah sangat murah itu tiba-tiba melejit. Pada tanggal 3 Juni 1996 harga saham SIMA meningkat dahsyat (78,18%) dalam sehari transaksi, yaitu dari Rp 1.375 menjadi Rp 2.450 dengan volume transaksi sebanyak 8,122 juta unit. Sebagian besar saham tersebut dibeli seorang *broker*, atas perintah nasabahnya dari Singapura. Hari itu beredar isu, saham tersebut akan diakuisisi oleh Johannes Kotjo. Johannes kotjo adalah bekas eksekutif Grup Salim yang sangat piawai, yang selama tahun 1996-1997 sangat terkenal di bursa

¹ *Price Earning Ratio* merupakan rasio antara harga saham dibandingkan dengan keuntungan perusahaan yang dapat didistribusikan untuk setiap saham yang dimiliki, *Book Value* merupakan nilai yang tercatat atas suatu aktiva atau kewajiban sebagaimana dilaporkan dalam laporan keuangan perusahaan atau individu, *Return On Equity* merupakan hubungan laba tahunan setelah pajak terhadap ekuitas pemegang saham yang tercatat, rasio ini digunakan sebagai ukuran efektivitas dana pemegang saham yang telah diinvestasikan atau rasio pengembalian laba usaha dibandingkan dengan modal sendiri milik perusahaan, *Return On Asset* merupakan hubungan laba tahunan setelah pajak terhadap total aktiva yang digunakan sebagai ukuran produktivitas aktiva perusahaan. Pada waktu tertentu laba setelah pajak disesuaikan terhadap bunga mengeleminasi dampak pembiayaan.

² Hasil interview dengan Bp. Erry TP Hidayat, *Senior Auditor Coordinator of Unusual Transaction Audit* Bursa Efek Jakarta, Jakarta, 27 Maret 2002

Singapura karena telah mengakuisisi beberapa perusahaan di bursa tersebut, antara lain perusahaan Van Der Horst.

Tingginya lonjakan saham SIMA mendorong Bursa Efek Jakarta (BEJ) melayangkan surat No.S-094/BEJ-1.2/0696 bertanggal 3 Juni 1996, meminta penjelasan kepada direksi PT Super Indah Makmur berkaitan dengan harga sahamnya. Untuk melindungi investor dari keserakahan pasar, perdagangan saham SIMA 4 Juni 1996 dihentikan (*suspend*) pada sesi pertama. Namun, penghentian perdagangan saham akhirnya dicabut BEJ setelah menerima jawaban resmi dari pihak SIMA bahwa kenaikan harga terjadi di luar kontrol manajemen mereka.

Suspend atas saham SIMA dicabut semata-mata setelah ada jawaban dari emiten melalui surat No.009/SIM/VI/96. Kenaikan harga saham SIMA di luar kontrol PT Super Indah Makmur dan manajemen sama sekali tidak terlibat dalam transaksi yang mengakibatkan kenaikan harga. Selain itu manajemen hanya menyebutkan bahwa kinerja keuangan perseroannya kuartal I 1996 mengalami peningkatan. Setelah perdagangan dibuka kembali, harga masih bergerak naik, dan saham SIMA terus diborong dari investor Singapura yang telah disebutkan melalui *broker* lain.

Namun yang terjadi tiga minggu kemudian atau 24 Juni 1996 keluar pengumuman *tender offer* oleh Van Der Horst Teguh Sakti (yang mempunyai hubungan dengan perusahaan Van Der Horst di Singapura milik Johannes Kotjo) atas saham SIMA. Bahkan, kurs saham SIMA mencapai harga tertinggi pada Rp3.950 pada 26 Juni 1996. Jelaslah bahwa kenaikan harga di luar batas wajar 78,18% tadi sedikit banyak mengandung unsur *insider information* mengingat kurs SIMA melejit tiga pekan sebelum publikasi *tender offer*.

Ada contoh lain yang lebih aneh, yaitu saham Super Mitory Utama (SMU). Tanpa ada isu yang beredar, saham perusahaan tersebut tiba-tiba melejit 64,71% dalam satu hari transaksi. Kursnya pada tanggal 14 Juni 1996 dibuka pada Rp 850 tetapi di akhir sesi kedua ditutup pada Rp 1.400. BEJ ternyata membiarkan perdagangan saham SMU berlanjut tanpa di-*suspend*.

Tetapi, dua bulan kemudian tepatnya 14 Mei 1996 terbetik berita PT Surya Mitory Kencana menguasai 48,6% saham Super Mitory Utama setelah membeli sebanyak 9,803 juta lembar saham PT Gita Pasifik.

Kejadian serupa juga dialami saham Bank Mashill Utama³. Tanggal 9 April 1996 terjadi transaksi yang cukup besar dengan penjualan 38,128 juta lembar saham diikuti kenaikan harga sebesar 36% dari Rp 1.950 menjadi Rp 2.650 dalam sehari. Lonjakan harga terjadi setelah beredar isu akan dilepasnya 51% saham pendiri dan akan diambil alih oleh Titik Prabowo dan Eka Tjipta Wijaya.

Tetapi, isu tersebut dibantah Presdir Bank Mashill Utama, A.T Windoe. Menurutnya, berita itu tidak benar dan berasal dari sumber yang tidak bertanggung jawab. Untuk mengetahui kebenaran hak tersebut, BEJ melayangkan surat kepada bank itu. Melalui surat No.074/KP-UDN/IV/96 bertanggal 10 April 1996, Bank Mashill Utama menjelaskan bahwa salah satu pemegang saham pendiri telah melepaskan sebanyak 33,073 juta saham. Mayoritas saham (51%) tetap dipegang Karta Widjaja. Selain itu juga dikemukakan, bahwa saat itu tidak ada kerja sama antara Bank Mashill Utama dengan bank asing dan perusahaan tersebut tidak pernah menerbitkan *comercial paper*.

Karena diduga transaksi tersebut melanggar peraturan *tender offer*, beredarnya informasi yang menyesatkan dan terjadinya pelanggaran peraturan pasar modal, Bapepam meminta kepada BEJ untuk melakukan penyelidikan. Setelah diteliti, ternyata benar beredar informasi yangv menyesatkan. Setelah itu barulah Bapepam memberi peringatan kepada Tito Sulistio dan Direksi BEJ serta mengenakan denda Rp 7.000.000 kepada Bank Mashill Utama karena terlambat melaporkan informasi kepada PT Sumatera Central Prima, Bapepam mengenakan denda Rp 500.000.000 karena bersalah menjual saham Bank Mashill Utama dalam jumlah cukup besar tanpa terlebih dahulu menginformasikannya kepada pemodal publik.

Kenaikan harga paling brutal terjadi pada sebuah saham pada 8 April 1997, ketika beberapa investor besar dan pialang melakukan *corner* terhadap

³ Press Realease Bapepam terhadap kasus Bank Mashill Utama tanggal 31 Mei 1996.

saham Bank Piko, sehingga dalam waktu beberapa jam saja sahamnya melejit 207% dibanding hari sebelumnya. Kenaikan ini merupakan rekor baru, memecahkan prestasi lama sebesar 204% yang dicapai Delta Djakarta pada 28 Desember 1988. Fenomena *corner* pada saham Bank Pikko tersebut untuk pertama kalinya dikatakan Ketua Bapepam I Gede Putu Ary Suta pada khalayak.

Corner adalah sejenis manipulasi pasar dalam bentuk menguasai pasokan saham yang beredar di pasar sehingga pelakunya dapat menentukan harga saham di bursa. Dengan adanya *corner* ini, harga dapat direkayasa dengan cara melakukan transaksi fiktif atau transaksi semu.

Bank Pikko adalah bank biasa-biasa saja, tidak memiliki keistimewaan apa pun. Bahkan, dilihat dari luasnya jaringan dan aspek keuangan, seperti aset, modal, jumlah laba bersih, dan indikator-indikator keuangan lainnya, bank ini tergolong bank berukuran kecil. Mungkin karena ukurannya yang kecil itulah bank ini menyediakan peluang bagi terjadinya kasus. Sampai waktu *go publik*, bank ini hanya memiliki empat kantor cabang pembantu, dan satu kantor kas.

Bank Pikko menawarkan saham di bursa pada tanggal 17 s/d 19 Desember 1996, dan mencatatkan sahamnya di BEJ dan BES pada tanggal 8 Januari 1997. Jumlah saham yang ditawarkan sebanyak 28 juta lembar pada harga penawaran Rp 800 dengan nilai nominal Rp 500 per unit. Dengan demikian, dari penawaran saham ini Bank Pikko dapat menyerap dana masyarakat sekitar Rp 22,4 miliar.

Bertindak sebagai penjamin pelaksana emisi PT Trimegah Securindolestari dan PT Usaha Bersama Sekuritas. Satu hal yang harus diamati adalah, diantara 22 penjamin pelaksana emisinya terdapat PT Saridaya Persada Securities, yakni perusahaan efek yang terbukti menjadi pemeran utama dalam kasus *corner* saham Bank Pikko.

Secara fundamental, Bank Pikko dapat dikatakan memiliki kinerja keuangan yang wajar. Total aktivasnya sebesar Rp 222,23 miliar sampai semester pertama tahun 1996, sedangkan jumlah ekuitasnya mencapai Rp 52,3 miliar untuk periode yang sama. Dengan kondisi tersebut, bank ini memiliki laba operasional sebesar Rp 3,5 miliar dan laba bersih berjumlah Rp 2,34 miliar pada paruh pertama tahun 1996.

Dalam prospektus dikatakan bahwa bahwa proyeksi laba bersih untuk akhir tahun 1996 sebesar Rp 5,95 miliar. Jumlah modal (saham) sesudah penawaran umum sebanyak 128 juta saham dicatatkan dan diperkirakan laba bersih akhir tahun 1996 sebesar Rp 5,95 miliar. Atas dasar ini, diperkirakan laba bersih per saham sebesar Rp 65,52. Dengan perhitungan bahwa PER (*Price Earning Ratio*) akan dibuat sebesar 12,40 kali, ditetapkanlah penawaran bernilai Rp 800 per unit. Harga ini ditetapkan cukup kompetitif untuk IPO (*Initial Public Offering*, penawaran umum).

Kinerja saham Bank Pikko sejak hari pertama dapat dikatakan biasa-biasa saja. Antara bulan Januari dan Februari 1997, rata-rata volume perdagangan hariannya hanya sebesar 100 ribu unit saham. Tetapi, antara tanggal 12 dan 20 Maret 1997, transaksi saham Bank Pikko merambah di atas satu juta lembar dengan jumlah tertinggi pada 18 Maret 1997, yaitu mencapai 10,48 juta lembar.

Harga saham Bank Pikko berada pada kisaran antara Rp 900 dan Rp 1.200 per unit. Besar kemungkinan harga saham yang terbentuk mengacu pada ukuran standar perhitungan harga, yaitu atas dasar EPS dan PER yang ada. Sebelum terjadinya kasus, harga saham tertinggi Bank Pikko hanya Rp 1.275 per unit yaitu pada 17 Maret 1997.

Pada 7 April 1997 harga saham Bank Pikko ditutup agak menguat dari posisi sebelumnya menjadi Rp 1.300, sedangkan jumlah saham ditransaksikan mencapai 5,624 juta lembar saham. Dengan demikian, kurs saham Bank Pikko menguat sekitar 20 persen. Frekuensi perdagangannya mencapai 378 kali, suatu jumlah yang jauh lebih tinggi dari hari-hari biasa. Sampai tanggal tersebut, harga yang terbentuk adalah yang tertinggi sejak *listing*.

Karena terjadi gejala yang tidak biasa dalam perdagangan saham tersebut, BEJ meminta penjelasan manajemen emiten tentang kenaikan yang tergolong tinggi : apakah ada hal-hal material sehubungan dengan kenaikan harga saham yang terjadi pada tanggal 7 April 1997 tersebut? di kalangan bursa pun masih belum muncul respon yang signifikan atas kenaikan kurs saham Bank Pikko pada 7 April 1997 tersebut.

Pada 8 April 1997 pagi, kurs saham Bank Pikko langsung dibuka pada posisi Rp 1.325 atau hampir sama dengan posisi penutupan sehari sebelumnya. Dalam *computer trading* terlihat bahwa enam transaksi pertama yang mengambil posisi beli adalah *broker* berkode DG dan pada posisi jual adalah *broker* berinisial II, YR, PL, TU, GR dan KW.

Berdasarkan catatan transaksi hari itu, pada posisi ini hanya terjadi enam kali transaksi pada jam 9.30. Pada menit yang sama, harga sudah naik menjadi Rp 1.350. Harga saham Bank Pikko naik lagi satu menit kemudian menjadi Rp 1.375. Perdagangan dari detik ke detik terlihat fluktuatif pada kisaran harga masih di bawah Rp 1.400.

Jawaban pihak emiten tiba-tiba diumumkan tepat pukul 10.30 pada tanggal 8 April 1997. BEJ menjelaskan bahwa 'tidak ada hal-hal material atau tindakan sesuatu yang berarti dari pihak emiten'. Penjelasan emiten yang disiarkan BEJ tersebut diumumkan di tengah berlangsungnya perdagangan di lantai bursa. Pada halaman berikut dipaparkan pergerakan saham di atas 40% yang memicu aksi *profit taking* (ambil untung) para pemodal di BEJ :

Tabel 1
Perubahan harga saham dalam sehari dengan kenaikan di atas
40 % (1995-1997)

NO	Emiten	Tanggal	Harga Kemarin (Rp)	Harga Penutupan	Perubahan (%)
1	Bank Pikko	8 April 1997	1300	4000	207,69
2	Ades Alfindo Putra Sentosa	26 Sept 1995	1000	2250	125,00
3	Rimba Niaga Idola	15 Agt 1995	375	800	113,33
4	Intraco Penta	28 Sept 1995	850	1700	100,00
5	Htl Prapatan SB	26 Sept 1995	1100	2175	97,73
6	Prima Alloy Steel	18 Feb 1997	2425	4575	88,66
7	Nipress	6 Mar 1996	575	1075	86,96
8	Van Der Horst Ina	3 Juni 1996	1375	2450	78,18
9	Lippo Pasific	26 Juni 1996	1125	2000	77,78
10	Dharmindo Adhiduta	4 Jan 1995	600	1000	66,67
11	Igarjaya	24 Mar 1995	600	1000	66,67
12	Suryamas Dutamakmur	12 Okt 1995	450	750	66,67
13	Goodyear Ina	30 Mar 1995	3000	4950	65,00
14	Super Mitory Utama	14 Mar 1996	850	1400	64,71
15	Ugahari	11 Jan 1995	800	1250	56,25
16	Plaza Indonesia Rty	4 Agt 1995	1025	1600	56,10
17	Ultra Jaya Milk	22 Mei 1995	1450	2200	51,72
18	Alumindo Perkasa	15 Okt 1996	775	1175	51,61
19	Bakrie Sumatera Plant.	29 Agt 1995	2325	3500	50,54
20	Astra Graphia	27 Sept 1995	1000	1500	50,00
21	Soedarpo Corp	30 Mei 1996	800	1200	50,00
22	Bank Umum Nasional	30 Agt 1995	1800	2700	50,00
23	Sarasa Nugraha	14 Agt 1996	925	1375	48,65
24	Intraco Penta	27 Sept 1995	575	850	47,63
25	Hotel Sahid Jaya Int'l	2 Feb 1995	1100	1600	45,45
26	Hotel Sahid Jaya Int'l	19 Jan 1995	1100	1600	45,45
27	Sona Topas Tourism	24 Agt 1995	1250	1800	43,75
28	Bank International Ina	9 Apr 1995	1600	2300	43,59
29	Lippo Pasific	3 Jan 1996	975	1400	43,24
30	Lion Metal Works	7 Okt 1996	925	1325	42,86
31	Nipress	30 Jan 1996	525	750	42,86
32	Iki Indah Kabel Ina	28 Des 1995	1050	1500	42,86
33	Fast Food Ina	14 Apr 1996	2100	3000	42,86
34	Miwon Indonesia	24 Okt 1996	1175	1675	42,55
35	Bayu Buana	28 Agt 1995	1125	1600	42,22
36	Bumi Modern Hyatt	31 Jul 1995	600	850	41,67
37	Modernland Realty	26 Mar 1997	1875	2650	41,33
38	Ugahari	21 Feb 1997	850	1200	41,18
39	Keramika Indonesia A	30 Mei 1995	1850	2600	40,54

Sumber : Divisi Riset & Pengembangan BEJ

Tepat pukul 10.57 harga saham Bank Pikko naik menjadi Rp 1400, kemudian turun naik beberapa poin dalam kisaran harga terakhir. Dapat dipastikan bahwa penjelasan emiten melalui siaran BEJ tersebut merupakan momentum khusus dalam kasus tersebut. Ketika situasi harga terlihat naik inilah rupanya yang membuat para pemain bursa mulai tertarik. Ketertarikan pemain bursa tentu saja dalam bentuk bermacam-macam pikiran dan keputusan. Sebagaimana diketahui, terdapat beraneka pilihan keputusan dalam bermain saham.

Keputusan tersebut dapat berupa *netting*, yaitu keputusan beli biasanya pada awal-awal perdagangan dimulai dan langsung dijual pada hari itu juga dalam posisi harga beli lebih rendah daripada harga jual sehingga di dapat keuntungan tanpa mengeluarkan modal. Di samping itu, satu cara lain untuk mendapatkan *gain* atau untung adalah dengan menjual dahulu pada posisi harga tertentu baru kemudian membeli pada hari yang sama, tentu saja dalam kondisi kurs saham turun. Dalam definisi pasar modal, hal ini disebut *short selling*. Teknik ini sangat lazim dilakukan di pasar modal dalam rangka mencari untung.

Secara administratif hal ini dapat terjadi karena nasabah saham pada suatu perusahaan pialang biasanya dibiarkan mengambil keputusan jual atau beli, sedangkan si pialang tidak mengecek apakah sang nasabah mempunyai saham atau tidak atas saham yang diperjualbelikan tersebut. Hal semacam ini secara luas masih berlangsung hingga kini di pasar modal Indonesia.

Kenyataan ini bertentangan dengan aturan dan etika dalam transaksi saham. Dalam Undang-undang Pasar Modal terdapat aturan yaitu Peraturan No V.D.3 yang melarang perusahaan efek menerima pesanan jual dari nasabah yang tidak mempunyai saham. Aturan ini sebenarnya mengharuskan setiap perusahaan efek atau pialang untuk mengecek setiap pesanan dan proses jual beli saham. Jika investor yang melakukan transaksi tidak memenuhi syarat, semestinya investor seperti ini dicegah untuk melakukan transaksi.

Dengan harga yang dibuat fluktuatif dari waktu ke waktu, kurs Bank Pikko secara mantap dan pasti mencapai posisi Rp 1450 pada pukul 11.00. Bahkan, pada menit yang sama, Saham berkapitalisasi kecil diantara saham bank

lain ini dengan berani menaikkan harga menjadi Rp 1475, kemudian naik lebih tinggi menjadi Rp 1500 beberapa detik kemudian.

Pada harga tersebut, pelaku bursa yang menggemari *short selling* praktis masuk ke dalam perangkap maut. Yang paling mencolok dalam insiden ini adalah begitu banyaknya investor terlibat *short selling*. Mereka mulai menjual saham yang tidak dimiliki. Tetapi, setiap kali muncul *order* jual, *order* tersebut selalu diborong dengan cepat oleh pembeli misterius. Harga semakin naik. *Short seller* terus menjual, tetapi selalu diborong oleh pialang tertentu.

Begitulah pada prinsipnya. Harga terus membumbung, bertahap naik satu poin demi satu poin dengan tetap diselingi fluktuasi yang cenderung terus menguat. Posisi Rp 1525 dicapai pertama kalinya pada pukul 11.10. Posisi Rp 1550 juga terjadi pada menit yang sama, dan pada pukul 11.59 kurs sudah berada pada posisi Rp 1900, kemudian sesi pertama ditutup. Jadi, dalam satu sesi terjadi kenaikan harga saham sebesar 43,4%. Para *short seller* mulai menghadapi problem serius, karena harga saham sudah naik terlalu tinggi tetapi mereka masih bertindak berdasarkan 'akal sehat' bahwa di sesi kedua harga tersebut pasti jatuh, karena tidak masuk akal harga saham mampu naik setinggi itu.

Karena tidak ada tindakan dari pihak otoritas bursa, perdagangan berlangsung semakin semarak di sesi kedua. Yang mengherankan, sejalan dengan kenaikan harga saham Bank Pikko, para *short seller* justru semakin banyak. Mereka menganalisis bahwa harga Rp 1900 adalah terlalu tinggi untuk saham Bank Pikko. Sehingga, dapat dipastikan akan segera diikuti dengan penurunan. Yang terjadi adalah harga terus membumbung tinggi hingga mencapai Rp 4000, suatu harga yang baru pertama kali terjadi dalam sejarah perdagangan saham di bursa saham Indonesia. Akhirnya, perdagangan pun dihentikan dengan total frekuensi perdagangan Bank Pikko tercatat 550 kali dengan volume 21,659 juta unit dengan nilai Rp 40,483 miliar.

Karena perdagangan Bank Pikko dihentikan secara tiba-tiba, ratusan investor dan pialang yang terlibat *short selling* menjadi panik sebab, mereka belum membeli saham yang sebelumnya telah dijual, harga telah naik pula. Dengan demikian mereka mengalami kerugian yang besar. Dalam rangka

melindungi kepentingan investor, Bapepam segera bertindak dengan mengusut berbagai pihak yang terkait dengan Bank Pikko. Para petugas Bapepam memeriksa para Direksi BEJ, para pialang, investor secara intensif.

Dalam penjelasannya tanggal 14 Mei 1997, Bapepam menemukan fakta bahwa Pendi Tjandra, yang menjabat Direktur PT Multi Prakarsa Investama Securities yang dikendalikan Benny Tjokrosaputro bersama-sama afiliasinya, melakukan transaksi saham Bank Pikko secara aktif melalui PT Putra Saridaya Persada Securities (PSP Sec). Atas permintaan Pendi Tjandra, PSP Sec memecah *order* beli dan *order* jual saham Bank Pikko melalui delapan perusahaan efek. Pemecahan *order* jual dan *order* beli tersebut dilakukan oleh Pendi Tjandra dengan maksud agar kegiatan perdagangan menjadi aktif. Pada 8 April 1997, jumlah keseluruhan pembelian, setelah dikurangi dengan penjualan oleh PSP Sec, PT Multi Prakarsa Investama, dan PT Danasakti Sec, untuk kepentingan para nasabahnya, termasuk Pendi Tjandra dan Benny Tjokrosaputro, mencapai 19,24 juta saham. Jika dibandingkan dengan perkiraan jumlah saham yang tersedia untuk diperdagangkan, jumlah saham Bank Pikko tersebut tampaknya menghadapi masalah penyelesaian atas transaksi yang berlangsung pada 8 April 1997.

Karena Bank Pikko menginformasikan bahwa tidak ada hal-hal material, spekulasi memperkirakan harga saham Bank Pikko akan turun. Oleh karena itu, para spekulasi menjual saham Bank Pikko meskipun mereka tidak memiliki saham tersebut dengan harapan harga tersebut akan turun. Walaupun Peraturan V.D.3 melarang perusahaan efek menerima pesanan jual dari nasabah yang tidak memiliki saham, kenyataannya hal tersebut terjadi secara luas di pasar modal. Ini terbukti dengan gagalnya 52 dari 127 perusahaan efek menyerahkan saham Bank Pikko pada tanggal penyelesaian transaksi atas saham tersebut.

Sehubungan dengan kejadian tersebut, Bapepam mengambil langkah tegas. Berikut ini disampaikan secara rinci tindakan yang diambil Bapepam :

- 1) Berdasarkan Pasal 100 ayat (2) huruf d Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, kepada Sdr. Benny Tjokrosaputro dan Sdr. Pendi Tjandra diwajibkan menyerahkan keuntungan yang diperoleh atas transaksi saham Bank Pikko selama kurun waktu Maret

sampai dengan April 1997 masing-masing sebesar Rp 1.000.000.000,00 (satu miliar rupiah) dan Rp 500.000.000,00 (lima ratus juta rupiah) ke Kas Negara, selambat-lambatnya 14 hari. Di samping itu, kepada Sdr. Pendi Tjandra diminta mengundurkan diri sebagai Direktur PT Multi Prakarsa Investama Securities.

Penetapan tersebut didasarkan atas bukti yang menunjukkan bahwa yaang bersangkutan telah melakukan dan atau terlibat secara aktif, baik langsung maupun tidak langsung, dalam transaksi jual beli saham Bank Pikko daalam jumlah yang cukup besar yang pelaksanaannya dilakukan dengan memecah *order* melalui 9 (sembilan) perusahaan efek untuk Sdr. Pendi Tjokrosaputro. Transaksi tersebut dapat menciptakan gambaran seolah-olah kegiatan perdagangan saham Bank Pikko tersebut adalah aktif. Hal ini dapat mempengaruhi pihak lain baik secara langsung maupun tidak langsung melakukan transaksi secara aktif atas saham Bank Pikko.

- 2) Berdasarkan Pasal 102 ayat (2) huruf a dan b Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal *juncto* Pasal 61 dan Pasal 64 Peraturan Pemerintah No 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal, kepada PT PSP Securities dan PT Multi Prakarsa Investama Securities diberikan sanksi administratif. Sanksi administratif ini diberikan berdasarkan bukti yang menunjukkan bahwa kedua perusahaan efek tersebut telah melakukan dan atau terlibat secara aktif, baik langsung maupun tidak langsung, dalam transaksi jual beli saham Bank Pikko dalam jumlah cukup besar untuk kepentingan nasabah yang dapat menciptakan gambaran semu atas kegiatan perdagangan. Transaksi tersebut dilakukan PT PSP Securities dengan cara memecah *order* beli dan jual melalui 8 (delapan) perusahaan efek lain atas perintah nasabahnya, di samping itu PT PSP Securities sendiri juga melaksanakan sebagian *order* jual tetapi beli atas saham Bank Pikko untuk kepentingan nasabah bersangkutan.

Sementara itu, transaksi atas saham Bank Pikko oleh PT Multi Prakarsa Investama Securities dilakukan dengan cara menggunakan nama sedikitnya 13 (tiga belas) pihak lain atas perintah nasabah yang juga merupakan pengendali PT Multi Prakarsa Investama Securities.

Kedua perusahaan efek dimaksud seharusnya tidak memenuhi permintaan nasabah tersebut, mengingat hal ini dapat menciptakan gambaran seolah-olah telah terjadi kegiatan perdagangan saham aktif, di samping dapat mengakibatkan terjadinya jual beli yang tidak mengakibatkan perubahan kepemilikan atas saham.

Atas dasar itu, kedua perusahaan efek tersebut dikenakan sanksi berupa denda masing-masing sebesar Rp 150.000.000,00 (seratus lima puluh juta rupiah) yang harus segera disetorkan ke Kas Negara selambat-lambatnya 14 (empat belas) hari. Di samping itu, kedua perusahaan efek diperingatkan agar segera melakukan perbaikan atas

sistem pengendalian intern dan penyelenggaraan pembukuannya sesuai dengan Peraturan No V.D.3 dimaksud.

- 3) Berdasarkan Pasal 102 ayat 2 (dua) huruf a Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal *juncto* Pasal 61 Peraturan Pemerintah No 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal, kepada 54 (lima puluh empat) perusahaan efek yang melakukan pelanggaran atas ketentuan Peraturan V.D.3 tentang Pengendalian Intern dan Penyelenggaraan Pembukuan Perusahaan Efek dan Peraturan atau Peraturan V.E.1 tentang Perilaku Perusahaan Efek yang Melakukan Kegiatan sebagai Perantara Pedagang Efek. Kepada perusahaan yang melakukan pelanggaran atas ketentuan Peraturan V.D.3 diberikan peringatan dan diwajibkan untuk memperbaiki sistem pengendalian intern dan penyelenggaraan pembukuan dan diperiksa oleh akuntan yang terdaftar di Bapepam. Selanjutnya hasil tersebut wajib disampaikan kepada Bapepam selambat-lambatnya 90 (sembilan puluh) hari.
Dalam penjelasan yang akhirnya dikeluarkan sekitar satu bulan setelah kasus Bank Pikko muncul, Bapepam juga menjelaskan bahwa *short position* sudah dipraktikkan secara luas di pasar modal. Hal ini terbukti dari terdapatnya 52 (lima puluh dua) dari 127 (seratus dua puluh tujuh) perusahaan efek yang gagal menyerahkan saham Bank Pikko pada tanggal penyelesaian transaksi atas saham tersebut.
- 4) Berdasarkan ketentuan Pasal 102 ayat 2 huruf a dan b Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal *juncto* Pasal 61 dan 64 Peraturan Pemerintah No 45 tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal, kepada Direksi BEJ dikenakan sanksi administratif berupa peringatan dalam kaitannya dengan pengawasan pasar dan anggota bursa. Dalam hal ini Bapepam berkesimpulan bahwa terdapat permasalahan sebagai berikut :
 - a. Direksi BEJ belum memahami konsep dan fungsi sebagai lembaga yang diberi kewenangan untuk mengatur pelaksanaan kegiatannya (*self regulatory organization*) sebagaimana diamanatkan Pasal 9 UU No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal ;
 - b. Terdapat kelemahan dalam proses pengambilan keputusan dalam situasi yang membutuhkan pengambilan keputusan yang tepat ;
 - c. Masih terdapat kelemahan dalam sistem pengawasan pasar (*market surveillance system*) ;
 - d. Terdapat kelemahan dalam pelaksanaan inspeksi dan pemeriksaan terhadap anggota bursa ; dan
 - e. Belum terdapatnya peraturan yang memadai dalam rangka penyelesaian transaksi bursa.

Untuk menghindari terjadinya hal-hal yang tidak diinginkan sebagaimana tersebut di atas di kemudian hari, kepada Direksi BEJ telah pula diinstruksikan untuk melakukan hal-hal sebagai berikut :

- a. Melakukan penelaahan secara menyeluruh terhadap sistem pengawasan pasar (*market surveillance system*) sehingga terdapat jaminan bahwa Direksi BEJ melakukan kegiatan sebagaimana diamanatkan Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal ;
- b. Meningkatkan pemahaman dan melaksanakan dengan sungguh-sungguh konsep *self regulatory organization* sebagaimana diamanatkan Pasal 9 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal ;
- c. Melakukan pembenahan terhadap metode inspeksi dan pemeriksaan terhadap anggota bursa serta mengambil langkah-langkah dan tindakan tegas dalam hal terjadi pelanggaran atas peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal ;
- d. Mempersiapkan peraturan mengenai kliring dan penyelesaian transaksi untuk memperoleh jaminan bahwa penyelesaian transaksi dilakukan dengan tepat waktu ; dan
- e. Mengambil langkah-langkah yang perlu dalam rangka penyelesaian masalah antara nasabah dan anggota bursa yang berkaitan dengan transaksi bursa termasuk transaksi atas saham Bank Pikko.

Nama-nama perusahaan efek yang terkena sanksi Bapepam dalam kasus saham PT Bank Pikko Tbk. adalah⁴ : PT Amantara Securities, PT Amsindo Nusantara, PT Anugerah Securindo Indah, PT Argaaartha Sekuritas, PT Artha Securities Prima, PT Asjaya Indosurya Securities, PT Bahamindo Guna, PT Bahana Securities, PT Bakrie Securities, PT Bhakti Investama, PT Bina Artha Parama, PT Bomar Securities, PT Buana Securities, PT Bumi Artha Securindo, PT Ciptadana Sejatiraya, PT Danamon Securities, PT Danareksa Securites, PT Danasakti Securities, PT Dhanawibawa Artha Cemerlang, PT Dongsuh Kolibindo Securities, PT Dwisentra Artha, PT Ficor Sekuritas Indonesia, PT Finan Corpindo Nusa, PT Artha Gitasejahtera Sekuritas, PT Harita Kencana Sekurities, PT Harpa Kencana Sekuritas, PT Panin Capital, PT Harumdana Sekuritas

Perusahaan efek yang lain diantaranya adalah PT Jasabanda Garta, PT Kes Sinar Mas Securities, PT Kharisma Mulatama, PT Kosa Securities, PT Layang Megah Securities, PT Lumbung Persada Khatulistiwa, PT Mahakarya Artha

⁴ Hasil wawancara dengan Bp Irhamsyah, Staff Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam. 27 Maret 2002

Securities, PT Manwell Setra, PT Mashill Jaya Securities, PT Mentari Securindo, PT Mitra Duta Sekuritas, PT Monas Buana Securitas, PT Panin Sekuritas, PT Patriatama Danamandiri, PT Pentasena Arthasentosa, PT Peregrine Sewu Sekuritas, PT Philindo Santana Perkasa, PT Pratama Peneganarta, PT Putrajuang Securindo, PT Sasson Securities Indonesia, PT Sucorinvest Sentral Gani, PT Supra Securinvest, PT T.A Ongko Securities, PT Transpasific Securindo dan PT UOBB Securities.

Apabila kita menganalisa kasus Bank Pikko tersebut, tampak bahwa kerugian investor yang mencapai puluhan miliar dimanfaatkan oleh para pelaku skandal Bank Pikko. Para investor harus menebus yang mereka jual dengan membeli saham di pasar tunai dengan harga Rp 3500 per unit. Keuntungan tersebut mereka peroleh dari tindakan *corner* yang telah dilakukan. Sebab dengan pembelian sebanyak 19 juta lembar saham, berarti pasokan saham telah dikuasai secara mutlak. Diperkirakan kerugian investor mencapai 21 miliar.

Bagi perusahaan efek sendiri kerugian yang di derita yaitu dilakukannya tindakan *suspend* (larangan mengikuti kegiatan perdagangan). Hal ini alibat gagalnya penyerahan saham Bank Pikko hingga batas waktu yang ditentukan. Beberapa perusahaan efek yang sempat mengalami *suspend* akibat terjebak kasus Bank Pikko, antara lain Finan Corpindo Nusa, Arta Gitasejahtera Sekuritas, Bumi Artha Securindo, dan PT Mentari Securindo. Keempat perusahaan sekuritas masing-masing gagal menyerahkan efek pada T+9 (hari transaksi ditambah sembilan hari) sebagaimana disepakati. Di samping itu, di pihak otoritas Pasar Modal sendiri terdapat ketegangan antara BEJ dengan beberapa perusahaan efek sehubungan dengan akan di-*suspend* nya perusahaan yang ternyata jumlahnya banyak sekali.

Tercatat empat perusahaan efek terbesar ikut serta menjual saham Bank Pikko saat kasus muncul yaitu PT Danamon Securities sebesar 1,48 juta saham senilai Rp 2,422 miliar, PT Bhakti Investama sebesar 1,315 juta saham senilai Rp 2,175 miliar, PT Mashill Jaya Securities sebesar 1,333 juta saham senilai Rp 2,283 miliar, dan PT Sasson Securities sebesar 0,862 juta saham senilai Rp 1,591 miliar.

Sedangkan empat perusahaan efek yang membeli saham Bank Pikko adalah PT Putra Sridaya sebesar 6,739 juta saham senilai Rp 11,038 miliar, PT Danasakti Securities sebesar 4,318 juta saham senilai Rp 8,566 miliar, PT Multiprakarsa Investama sebesar 1.045 juta saham senilai Rp 2,244 miliar, dan PT Bhakti Investama sebesar 0,559 juta saham senilai Rp 0,918 miliar.

Bagi Bapepam sendiri yang mempunyai wewenang dalam rangka melakukan pengawasan pada Pasal 100 ayat (2) Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyatakan "Dalam rangka pemeriksaan sebagaimana dimaksud dalam ayat (1), Bapepam mempunyai wewenang untuk menetapkan syarat dan atau mengizinkan pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya untuk melakukan tindakan tertentu yang diperlukan dalam rangka penyelesaian kerugian yang timbul"

Pengenaan sanksi terhadap kasus saham Bank Pikko tersebut juga dapat pula dijangkau sebagai kasus pidana, yakni pelanggaran terhadap Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Pasal 91 Undang-undang No 5 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyatakan "Setiap pihak dilarang melakukan tindakan, baik langsung maupun tidak langsung, dengan tujuan untuk menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar atau harga efek di bursa efek".

Pasal 92 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyatakan "Setiap pihak, baik sendiri-sendiri maupun bersama-sama dengan pihak lain, dilarang melakukan 2 (dua) transaksi efek atau lebih, baik langsung maupun tidak langsung, sehingga menyebabkan harga efek di bursa efek tetap, naik atau turun dengan tujuan mempengaruhi pihak lain untuk membeli, menjual atau menahan efek.

Sampai di sini, jika ditemukan bukti bahwa tindakan Benny Tjokrosaputra dan Pendi Tjandra masuk kategori "membuat perdagangan semu", mereka dapat dikenai Pasal 91 dan 92. Kedua pasal ini dapat digunakan sebagai dasar untuk tindakan hukum lebih jauh. Pasal 104 Undang-undang No 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal menyatakan bahwa "Setiap pihak yang melanggar ketentuan

sebagaimana dimaksud dalam Pasal 90, Pasal 91, Pasal 92, Pasal 93, Pasal 95, Pasal 96, Pasal 97 ayat (1), dan Pasal 98, diancam dengan pidana penjara paling lama 10 (sepuluh) tahun dan denda paling banyak Rp 15.000.000.000,00 (lima belas miliar rupiah).

Terdapat tindakan yang dapat dikategorikan sebagai kegiatan untuk menciptakan gambaran semu mengenai perdagangan saham di bursa efek merupakan tindakan pidana. Oleh karena itu, pelanggarnya tidak cukup hanya dikenakan sanksi administratif tetapi harus dengan sanksi pidana pula. Apabila hanya dikenakan sanksi administratif, pihak-pihak yang terlibat dalam industri pasar modal akan memanfaatkan hal ini sebagai celah untuk melakukan tindak pidana. Terhadap kasus Bank Pikko dapat pula dijerat dengan Pasal 91 dan Pasal 104 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Salah satu akibat kasus Bank Pikko adalah PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) membenahi aspek pengawasan terhadap pasar modal (*market surveillance*) dengan menyempurnakan sistem teknologinya. Seperangkat teknologi *software* diadopsi dari negara maju untuk pengawasan pasar modal. Hal tersebut ditempuh dengan tujuan untuk menciptakan satu pasar modal yang lebih terpercaya, wajar, dan efisien⁵.

Sejak skandal saham Bank Pikko, BEJ tampak lebih sigap men-*suspend* saham-saham yang ditransaksikan dalam posisi luar biasa. Perdagangan atas saham Multibreeder dihentikan pada 9 April 1997 setelah terjadi kenaikan di atas 20%. Perdagangan atas saham itu diteruskan kembali setelah emiten memberi penjelasan sehubungan dengan kenaikan tersebut⁶.

Pengawasan di bursa sifatnya bukan matematis. Menghentikan perdagangan suatu saham (*suspend*) misalnya, sama sekali tidak bisa dilakukan dengan perhitungan matematis. Memang benar, bila perdagangan di bursa efek terkait dengan angka-angka, nilai saham dan kapitalisasi perusahaan yang tercatat di bursa namun hal yang lain yang harus diperhitungkan adalah keberadaan para investor dan para pelaku pasar lainnya yang tentunya tidak bisa dihitung secara

⁵ Hasil wawancara Bp. Taufiq Rochman, *Manager Corporate Communication Division* BEJ, Jakarta, 28 Maret 2002

⁶ *Ibid*

matematis semata. Hal ini karena setiapm terjadi *suspend* selalu merugikan investor. tetapi hal itu juga harus dilakukan guna menghindari kerugian yang jauh lebih besar. Yang perlu diperhatikan adalah kapan suatu harga saham dianggap wajar atau tidak wajar. Oleh karena itu, tersedia standar perkembangan harga saham yang dapat ditoleransi, demikian juga pergerakan saham secara periodik. Sebab apabila kita hanya berpegangan pada persentase kenaikan atau penurunan harga saham tidak bisa dijadikan sebagai pegangan. Tentu harus ada perbedaan perlakuan antara saham yang harganya Rp 1000 dan saham yang harganya Rp 20.000, misalnya.

b. Peranan *Insider* (orang dalam) sebagai potensi terjadinya praktek *Insider trading*

Insider trading merupakan suatu kejahatan yang sering dilakukan dalam industri pasar modal. Indikasi awal yang paling mungkin dimunculkan terhadap pelanggaran jenis ini adalah penyalahgunaan *inside information* oleh pelaku pasar modal. Penggunaan *inside information* yang dilakukan oleh *insider* melanggar prinsip-prinsip yang dijunjung dan harus selalu ditegakkan oleh pelaku pasar modal. Oleh karena itu, peraturan pasar modal selalu menempatkan ketentuan hukum yang melarang *insider trading* yang dilakukan oleh pelaku pasar modal.

Kita mengetahui bahwa informasi adalah komoditi dan elemen yang paling penting bagi sebuah industri pasar modal. Setiap pihak, terutama investor berhak atas penerimaan informasi yang mengandung kebenaran dan penyampaian informasi tersebut harus secara *fair* dan wajar. Dalam rangka penegakan hukum dan kepastian hukum dalam transaksi di lantai bursa, setiap pihak harus melakukan transaksi berdasarkan kewajiban, keteraturan dan keterbukaan (*disclosure*). Artinya, seseorang dilarang menggunakan suatu informasi yang berasal dari orang dalam (*insider*) suatu perusahaan publik atau emiten. Begitu juga *insider*, misalnya seorang direktur emiten, dilarang membeli atau menjual saham atas dasar informasi yang ia miliki, padahal informasi material tersebut belum disampaikan atau diketahui publik.

Biasanya informasi tersebut mengandung suatu potensi keuntungan yang sangat besar, dalam rangka investasi di lantai bursa. Padahal moralitas di dalam dunia pasar modal sangat menjunjung tinggi prinsip *disclosure* di mana semua pihak wajib untuk bertindak transparan di pasar modal. Seseorang yang melakukan tindakan *insider trading*, biasanya termasuk kelompok masyarakat dalam lingkungan aktivitas finansial dan umumnya mereka memiliki akses kepada institusi pasar modal itu sendiri. Banyak kasus *insider trading* dilakukan bukan hanya oleh satu orang, namun secara berantai dan berkelompok. Karena obyek yang harus dibuktikan adalah penggunaan informasi material, maka diperlukan beberapa metode dan rangkaian proses pembuktian yang cukup panjang.

Indikator terjadinya *insider trading* biasanya tercium ketika pelaku telah melakukan penjualan atas saham yang dibelinya dengan menggunakan informasi orang dalam (*inside information*). Jumlah yang signifikan adalah faktor pemicu yang dapat mengarahkan para penyidik pada dugaan telah dilakukannya pelanggaran tersebut. Secara teknis, penggunaan variabel transaksi yang dilakukan melalui perusahaan efek yang berkepentingan dalam transaksi tersebut dapat dijadikan sebagai alat untuk melacak. Hal ini penting, karena menyangkut pengerahan harga dan jumlah transaksi yang terjadi sebelum dan sesudah informasi diterima oleh pasar. Oleh sebab itu, sistem pengawasan pasar modal harus segera bereaksi bila variabel dan pola *insider trading* terjadi di salah satu *counter* saham emiten.

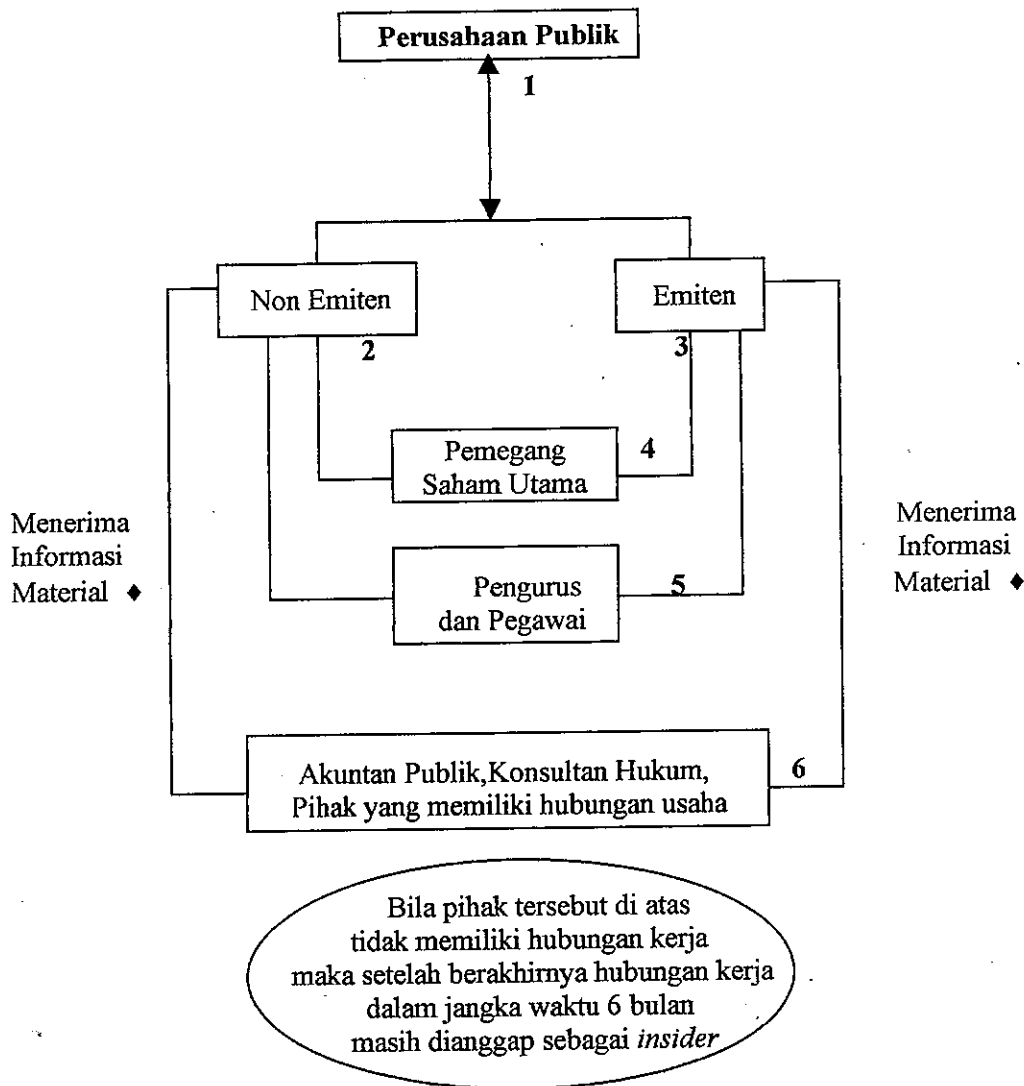
Pasar-pasar yang menjadi sorga *insider trading* adalah pasar yang belum memiliki sistem pengawasan pasar modal secara efektif. Tidak hanya *emerging market* yang potensial sebagai tempat pelanggaran *insider trading*, namun beberapa pasar modal besar pun pernah mengalami banyak skandal praktek *insider trading*. Derajat pelanggaran *insider trading* dapat menentukan bagaimana sistem dan kepatuhan emiten menegakkan prinsip-prinsip *full disclosure* dan moralitas pelaku pasar modal itu sendiri. Kepatuhan untuk menegakkan prinsip transparansi harus dihadapkan dengan ancaman hukuman berat bagi pelanggarnya. Tanpa adanya sanksi berat, dikhawatirkan tingkat ketakutan untuk tidak melanggar prinsip tersebut menjadi rendah. Ancaman sanksi yang berat itu

sekaligus mengembangkan suatu kesadaran bahwa penegakan prinsip tersebut adalah cerminan dari industri pasar modal yang sehat.

Moralitas pelaku adalah bagian dari penegakan profesionalisme dan integritas para pelaku pasar modal untuk menjaga dan menghindari pelanggaran *insider trading* yang dilakukan orang-orang yang serakah dan tamak, dengan menggunakan informasi material untuk kepentingan pribadinya. Definisi “orang dalam” menurut Pasal 95 adalah a) komisaris, direktur atau pegawai emiten atau perusahaan publik, b) pemegang saham utama emiten atau perusahaan publik, c) orang perseorangan yang karena kedudukan atau profesinya atau karena hubungan usahanya dengan emiten atau perusahaan publik memungkinkan orang tersebut memperoleh informasi orang dalam; atau pihak yang dalam waktu 6 (enam) bulan terakhir tidak lagi menjadi Pihak sebagaimana dimaksud dalam huruf a), B atau huruf c) di atas.

Pasal-pasal 95,96,97 dan 98 Undang-undang No 8 Tahun 1995 merupakan format teknis yang diberikan oleh Undang-undang tentang bagaimana pagar-pagar hukum memformat larangan transaksi orang dalam (*insider trading*). Agar lebih mudah memahaminya maka akan digambarkan dengan bagan berikut ini :

Bagan 2
Larangan *Insider Trading* Berdasar UU No 8 Tahun 1995



Keterangan :

- ♦ Informasi material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut. Dalam hal ini, setiap pihak yang terlibat dalam transaksi efek memiliki kesempatan yang sama yakni menerima informasi material (*inside information*) sehingga bila terdapat indikasi terjadinya pelanggaran maka pihak-pihak yang bersinggungan dengan hal itu termasuk dalam klasifikasi terjadinya *insider trading* ;

1. Perusahaan publik atau emiten merupakan perusahaan yang tercatat di bursa efek dengan ketentuan yang telah ditetapkan oleh otoritas bursa dengan persyaratan sahamnya telah dimiliki sekurang-kurangnya oleh 300 (tiga ratus) pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya Rp3.000.000.000,00 (tiga miliar rupiah) atau suatu jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan dengan peraura pemerintah ;
2. Unsur yang dapat dimasukkan ke dalam golongan non emiten diantaranya orang perorangan, usaha bersama, asosiasi, atau kelompok terorganisasi yang pada dasarnya tidak tercatat di bursa tetapi memiliki hak untuk ikut berpartisipasi dalam transaksi efek. Kedudukannya pun setara dengan emiten atau perusahaan publik karena sama-sama memiliki kesempatan memperoleh informasi material ;
3. Emiten merupakan unsur utama dalam proses perdagangan saham. Segala informasi yang berkenaan dengan harga saham beserta pergerakannya merupakan cerminan dari performa emiten. Emiten juga merupakan pihak atau perusahaan yang menawarkan efeknya kepada masyarakat investor melalui penawaran umum (go publik) ;
4. Pemegang saham utama merupakan pihak yang secara langsung bertanggungjawab terhadap keberadaan saham-saham yang ditawarkan dan karena kedudukannya bertindak sebagai pihak yang pertama kali menerima informasi material secara langsung. Pemegang saham utama berlaku sebagai *insider*, sehingga karena kedudukannya pula pemegang saham utama merupakan pelaku utama yang dapat dipersalahkan bila terjadi pelanggaran ;
5. Pengurus dan pegawai dapat digolongkan ke dalam kelompok *insider* karena kedudukannya baik secara langsung maupun tidak langsung mengetahui adanya informasi material yang mungkin muncul sehingga keberadaannya melekat erat pada emiten atau perusahaan publik ;
6. Akuntan publik, konsultan hukum maupun pihak yang memiliki hubungan usaha terkait erat dengan keberadaan suatu perusahaan publik karena berdasarkan kedudukan dan profesinya membuat suatu pernyataan atau pendapat yang berisi suatu rangkaian pendapat, opini, pembahasan, penelitian, rekomendasi, putusan, rencana, kesimpulan, ulasan yang disampaikan baik secara tertulis maupun tidak tertulis, sehingga apabila suatu ketika terdapat pelanggaran berkenaan dengan pernyataan profesional tersebut mereka dapat dikenai tuduhan telah terjadinya *insider trading*

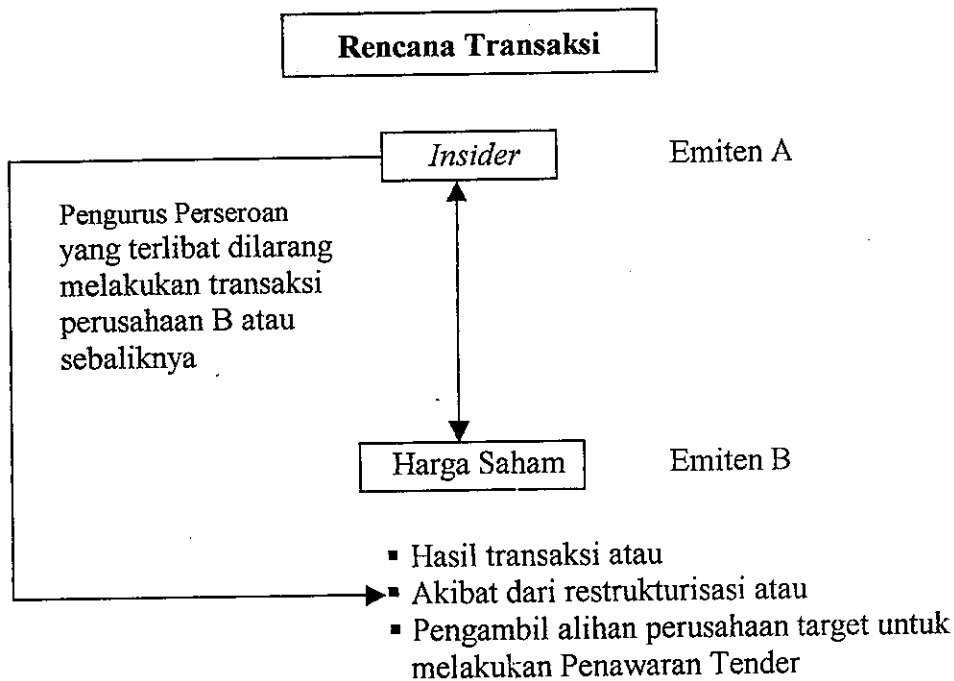
Penjelasan :

Pihak-pihak lain yang memiliki hubungan usaha adalah nasabah, pemasok, kontraktor, pelanggan dan kreditor. Sedangkan Pasal 95 bagian b mengatur suatu kemungkinan terjadinya perdagangan orang dalam (*insider trading*) yang timbul dari suatu transaksi *merger acquisition*, konsolidasi ataupun

penawaran tender dalam rangka *take over* di mana dapat dijelaskan dalam bagan berikut :

Bagan 3

Larangan *Insider Trading* Berdasar Pasal 95 b UU No 8 Tahun 1995



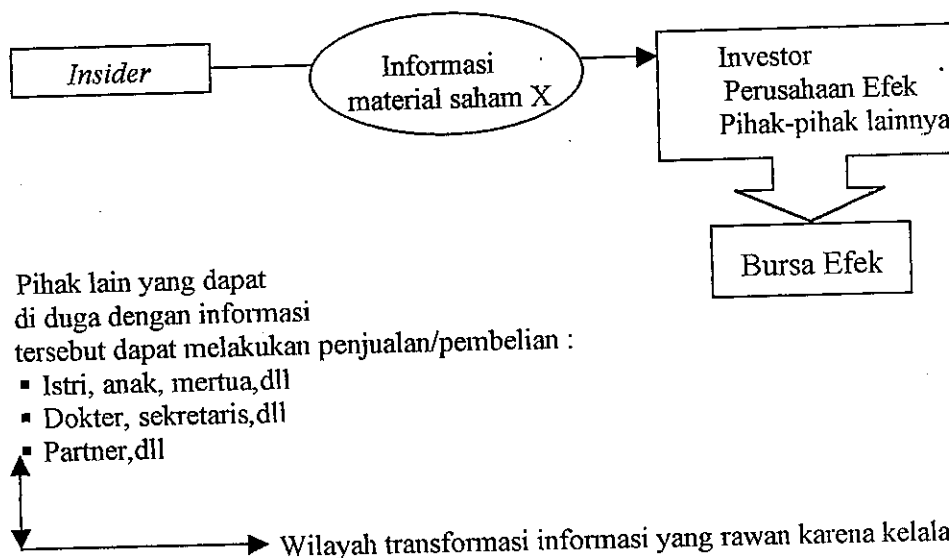
Dalam suatu transaksi efek, harga saham direpresentasikan ke dalam pergerakan saham yang senantiasa berfluktuasi tergantung dari kondisi yang tercipta dalam bursa efek. Hal ini tentunya tidak terlepas dari kiprah para *insider* yang diasumsikan memiliki akses yang cukup dan dianggap mengetahui secara detail informasi material yang tentunya hanya *insider* lah yang secara awal mengetahui secara pasti kedudukan harga saham pada penawaran perdana dibanding para *outsider* sehingga dengan demikian masing-masing pihak berada pada level sejajar dalam perolehan informasi (*non public information*).

Informasi material yang diperoleh oleh *insider* yang digambarkan sebagai Emiten A pada dasarnya dapat diwujudkan ke dalam suatu tindakan korporasi (*corporate action*) diantaranya berupa hasil transaksi, restrukturisasi perusahaan dan *tender offer* (pengambil alihan perusahaan target).

Bila Pasal 95 menjelaskan tentang cakupan *insider trading* (orang dalam), maka Pasal 96 menjelaskan keadaan orang dalam (*insider*) tersebut yang diasumsikan mengetahui suatu informasi material maka dilarang untuk :

Bagan 4

Larangan *Insider Trading* Berdasar Pasal 96 UU No 8 Tahun 1995



Ketentuan yang terdapat dalam Pasal 96 tersebut, adalah larangan terhadap *insider* untuk mempengaruhi atau memberikan informasi tersebut kepada pihak lain. Larangan ini ditujukan kepada pihak lain. Larangan ini ditujukan kepada kemungkinan-kemungkinan yang terjadi, di mana informasi dan pelaku *insider trading* dilakukan oleh orang lain, biasanya adalah orang-orang terdekat, baik karena hubungan kerja maupun keluarga.

Sedangkan Pasal 97 memberikan ancaman kepada orang yang mendapatkan informasi dengan cara melawan hukum adalah informasi tersebut di dapat dengan cara mencuri, karena informasi tersebut dibaca dan diambil tanpa sepengetahuan atau seizin pemilik informasi. Kemudian pasal tersebut mengecualikan orang yang mendapatkan informasi bagi publik, misalnya seorang analis saham yang melakukan riset atas saham emiten.

Pasal 98 menegaskan, perusahaan efek yang memiliki informasi orang dalam mengenai emiten dilarang melakukan transaksi efek emiten atau perusahaan publik tersebut, kecuali :

- a. transaksi tersebut dilakukan bukan atas tanggungannya sendiri, tetapi atas perintah nasabahnya
- b. perusahaan efek tersebut tidak memberikan rekomendasi pada nasabahnya mengenai efek yang bersangkutan

Hingga kini, setidaknya ada tiga kasus dugaan *insider trading* yang mencuat sejak UU Pasar Modal dikeluarkan. Kasus-kasus tersebut diantaranya kasus PT Semen Gresik pada tahun 1998, kasus saham Bank Central Asia (BCA) di tahun 2001 dan terakhir yang masih hangat dan kontroversial atas perdagangan saham PT Indosat yang merebak 16 Mei 2002 ketika pemerintah melakukan penjualan secara terbatas atas sahamnya di perusahaan tersebut.

Pada kasus PT Semen Gresik pihak Bapepam mencurigai adanya penyimpangan transaksi saham Semen Gresik. Hal ini dikarenakan dalam kurun waktu 8 Juni sampai 15 Juni 1998, BEJ menemukan adanya kenaikan harga saham dan volume saham Semen Gresik yang cukup material. Saat itu harga bergerak naik pada kisaran dari Rp 5200 menjadi Rp 12000. Hal ini dikarenakan porsi transaksi yang terjadi dari *buyer initiator* mencapai 59,63% dari total transaksi reguler.

Saat itu, PT Danareksa Sekuritas dan PT Jardine Fleming Nusantara dan sejumlah perusahaan lain terlibat transaksi menyimpang itu. Tudingan tersebut muncul karena tidak terlepas dari posisi ketiga perusahaan itu sebagai penasihat keuangan pemerintah untuk kepentingan privatisasi BUMN, termasuk Semen Gresik. Setidaknya 90 pihak yang terlibat dan mengetahui proses privatisasi Semen Gresik dimintai keterangan. Dari transaksi yang menyimpang itu ada tiga pihak yang telah secara langsung diduga meraup keuntungan sekitar Rp 55 miliar rupiah. Namun yang sangat disesalkan adalah kasus yang menggemparkan tersebut ditutup begitu saja dan hingga kini belum ditindaklanjuti. Seharusnya kasus tersebut tetap diteruskan mengingat Ketua Bapepam saat ini, Herwidayatmo merupakan salah satu pejabat yang membidangi privatisasi di Kementrian BUMN

yang kala itu dipimpin oleh Tanri Abeng sehingga yang bersangkutan banyak mengetahui berkenaan dengan privatisasi Semen Gresik tersebut.

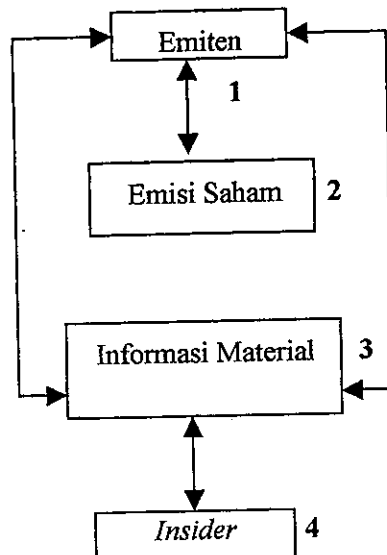
Pada tahun 2001, kasus pasar modal yang menonjol adalah dugaan adanya *insider trading* dan manipulasi atas saham BCA⁷. Awalnya, Bapepam mengindikasikan adanya manipulasi pasar karena adanya pergerakan dan perubahan harga saham BCA pada penawaran umum kedua (*secondary offering*). Harga saham BCA setelah pemecahan saham (*stock split*) pada perdagangan 15 Mei hingga 12 Juni 2001 menunjukkan adanya dominasi beli dari beberapa perusahaan efek Anggota Bursa (AB) yang menjadi *buyer initiator*. Kejadian ini memicu kenaikan harga saham. Sementara pada 13-29 Juni, AB yang sama berlomba-lomba menjual sahamnya sehingga harganya turun. Permainan ini diduga menyebabkan pembentukan harga atau manipulasi harga.

Pada akhirnya, Bapepam memutuskan bahwa pergerakan dan perubahan harga saham BCA di pasar modal adalah reaksi normal pelaku pasar modal. Belum cukup bagi Bapepam untuk secara yuridis menyatakan telah terjadi manipulasi pasar dan *insider trading*. Keputusan ini kemudian ditanggapi secara dingin dan menimbulkan kekecewaan oleh publik. Mereka beranggapan nuansa politik lebih besar dalam kasus BCA tersebut. Padahal doktrin yang berlaku di pasar modal segala yang berhubungan dengan keadaan material yang berpotensi mengganggu transaksi efek sangat dihindari terlebih dalam hal politik yang merupakan sesuatu yang sensitif. Hal ini karena dalam sebuah transaksi efek fluktuasi harga bergerak sangat cepat dan termasuk sensitif merespon segala sesuatu yang berpengaruh dalam kelangsungan industri pasar modal. Apabila kita menelaah kedua kasus PT Semen Gresik maupun BCA keduanya layak dan telah memenuhi dugaan telah terjadinya praktek *insider trading*. Pergerakan dugaan *insider trading* dapat digambarkan sebagai berikut :

⁷ Sumber : Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam

Bagan 5

Dugaan Praktek *Insider Trading* Pada Kasus Semen Gresik & BCA



Perusahaan efek yang memiliki *Inside information* dilarang melakukan transaksi efek emiten, kecuali :
transaksi tersebut dilakukan atas perintah nasabahnya dan perusahaan efek tidak memberikan rekomendasi kepada nasabahnya

Keterangan :

1. Emiten merupakan pihak yang melakukan penawaran umum dan mendaftarkan produknya berupa saham yang terbuka untuk diperdagangkan di bursa ;
2. Dalam fase ini emiten mengeluarkan suatu jenis efek tertentu untuk pertama kali bersamaan dengan proses penawaran umum yang dilakukan oleh perusahaan publik dengan maksud untuk menghimpun dana dari masyarakat ;
3. Adanya saham-saham yang telah terdaftar (*listing*) di lantai bursa dengan sendirinya terkait erat dengan informasi material berkenaan dengan kejadian, peristiwa atau fakta sehingga dengan sendirinya dapat mempengaruhi keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut ;
4. Rangkaian kegiatan tersebut merupakan satu kesatuan di mana suatu informasi material berasal dari *insider* dan oleh karenanya *insider* merupakan pihak yang pertama kali dianggap mengetahui pergerakan saham dan segala informasi yang berhubungan dengannya.

Seharusnya otoritas pasar modal baik Bapepam maupun SRO secara tegas memberikan status yang jelas dalam menangani kasus tersebut. Ketentuan yang tersedia dapat dijadikan sebagai acuan dalam rangka mengusut dugaan awal terjadinya pelanggaran transaksi efek tersebut. Alur yang tergambar dalam bagan tersebut merupakan pergerakan suatu transaksi yang normal dalam suatu transaksi efek, namun hal ini dapat dideteksi dengan dugaan adanya ketidak wajaran terhadap pergerakan harga saham yang bergerak sangat fluktuatif . Paling tidak pihak SRO yakni BEJ dapat memberikan sinyal terhadap para pelaku pasar agar secara hati-hati memperhitungkan keadaan tersebut. Hal yang kedua adalah munculnya informasi yang tadinya bersifat non material yang seharusnya menjadi rahasia bagi orang dalam (*insider*) termasuk pula para penasehat keuangan yang memberi andil besar bagi terciptanya suatu transaksi yang wajar dan transparan. Tidak seharusnya orang dalam (*insider*) mengail di air keruh dengan mengolah informasi non material menjadi material sebelum publik mengetahui bahwa hal ini dilarang dalam perdagangan saham di bursa efek.

Dalam sistem hukum kita, *insider trading* dan penyalahgunaan informasi orang dalam secara tegas dimuat pada pasal 95, pasal 96, pasal 97 dan pasal 98 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Undang-undang Pasar Modal juga secara khusus mendefinisikan istilah orang dalam (*insider*) dan informasi orang dalam (*inside information*). Mengacu pada ketentuan tersebut, tampaklah bahwa terdapat tiga elemen penting yang diperlukan untuk membuktikan kejahatan *insider trading*, yaitu :

- 1) Pihak tersebut harus merupakan orang dalam. Orang dalam adalah direktur, komisaris, pegawai dan pemegang saham utama atas emiten atau perusahaan publik. Dalam pengertian ini dimasukkan juga semua pihak yang bekerja pada emiten atau perusahaan publik yang mempunyai akses informasi orang dalam, termasuk mereka yang mempunyai hubungan profesional maupun bisnis dengan emiten atau perusahaan publik ;
- 2) Orang dalam tersebut harus mempunyai informasi orang dalam. Hal ini berarti bahwa *insider trading* harus mengetahui fakta material mengenai emiten atau perusahaan publik yang belum di *disclose* kepada publik. Lingkup pengertian informasi material sangat luas, termasuk setiap informasi yang dapat mempengaruhi harga efek di

- bursa atau informasi yang dapat menarik investor atau calon investor ;
dan
- 3) Orang dalam melakukan transaksi atas efek dari emiten atau perusahaan publik atau memberikan informasi kepada pihak lain yang dapat digunakan untuk kepentingan transaksi efek. Undang-undang Pasar Modal juga melarang orang dalam untuk mempengaruhi pihak lain untuk membeli atau menjual efek emiten atau perusahaan publik, sekalipun orang dalam tersebut tidak memberikan informasi orang dalam kepada pihak lain dimaksud.

Secara singkat, orang dalam emiten atau perusahaan publik tidak boleh melakukan transaksi atas efek perusahaan, atau misalnya dengan merekomendasikan agar melakukan transaksi atas efek perusahaan, sebelum semua informasi yang bersifat material dinyatakan terbuka untuk publik. Hal ini sering disebut prinsip *disclosure* atau *abstain*. Prinsip *disclosure* merupakan prinsip dasar yang dianut dalam Undang-undang Pasar Modal memang merupakan pedoman umum yang mensyaratkan emiten atau perusahaan publik agar mengumumkan kepada publik informasi material atas kegiatan bisnisnya. Informasi tersebut meliputi semua hal yang berkaitan dengan keuangan, manajemen, operasi dan kegiatan bisnis lainnya.

Aspek lain yang perlu diperhatikan untuk membuktikan kasus *insider trading* ini ialah adanya syarat telah dimilikinya informasi orang dalam pada waktu transaksi dilaksanakan. Hanya memang, Undang-undang Pasar Modal tidak terlalu mempersoalkan apakah transaksi tersebut didasarkan pada informasi orang dalam. Dengan kata lain, proses pembuktian diarahkan pada pemilikan informasi orang dalam pada setiap perdagangan, bukannya pada penggunaan informasi tersebut untuk melakukan transaksi. Undang-undang Pasar Modal juga tidak mensyaratkan bahwa *insider* memperoleh keuntungan atau tidak.

Sebagai contoh bisa dijadikan ilustrasi, misalnya seorang membeli saham perusahaan di bursa hingga mencapai 20% atau lebih. Apabila orang tersebut secara terus melakukan pembelian, maka kemungkinan pada tingkat pemilikan tertentu dia akan memegang kontrol perusahaan tersebut. Karena pembelian tersebut tidak diketahui oleh umum dan pengendalian perusahaan telah beralih pada dirinya, maka hal ini merupakan informasi orang dalam, karena informasi

tersebut tentunya menarik investor lainnya. Maka untuk menghindari hal tersebut, pembelian semacam itu harus diumumkan dan dilaksanakan mengacu pada ketentuan Peraturan No IX.F.1 tentang *Tender Offer*.

Akan terkait pula dengan *insider trading* bila suatu perusahaan efek diminta oleh emiten atau perusahaan publik untuk memberikan jasa dalam penawaran umum, *buy out*, *take over*, *merger*, dan *corporate restructuring*. Sebab, hal itu akan memungkinkan perusahaan efek tersebut memperoleh informasi orang dalam dan karena itu dilarang melakukan transaksi atas efek perusahaan dimaksud untuk kepentingan portofolio sendiri. Namun demikian, perusahaan efek tersebut dapat melakukan pesanan untuk kepentingan nasabahnya sepanjang transaksi tersebut didasarkan pada instruksi nasabah dan perusahaan efek tidak mempengaruhi nasabah untuk melakukan transaksi efek. Ketentuan mengenai hal itu secara jelas ditegaskan dalam pasal 98 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Untuk itu, perusahaan efek harus mempunyai sistem pembukuan yang memisahkan antara rekening efek nasabah dan rekening efek sendiri. Dengan adanya pemisahan ini akan jelas diketahui apakah transaksi yang dilakukan oleh perusahaan efek untuk kepentingan nasabah ataukah untuk kepentingan sendiri. Di samping itu, perusahaan efek harus mempunyai alat untuk mencegah karyawan memberikan rekomendasi kepada nasabah.

Ancaman bagi pelaku *insider trading* adalah pidana penjara yang paling lama 10 tahun dan denda paling banyak 15 miliar rupiah. Ancaman sanksi yang relatif berat itu dimaksudkan untuk menumbuhkan efek jera. Merujuk kepada Amerika Serikat, terhadap pelanggar *insider trading* kasusnya sering diselesaikan melalui cara *disgorgement* yaitu suatu penjatuhan sanksi berupa pembayaran atas keuntungan yang diperolehnya kepada negara atau keuntungan yang dibayarkan kepada pemodal yang dirugikan⁸. Prinsip tersebut juga dikenal dalam pasar modal kita, sebagaimana tercantum dalam pasal 100 ayat 2 huruf d Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Penyelesaian dengan cara ini bukan merupakan sanksi tetapi merupakan kesepakatan bahwa yang bersangkutan

⁸ Hasil wawancara dengan Bp Janto Sujanto, staff Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapeam, Jakarta, 14 November 2001

akan melakukan pembayaran atas keuntungan yang diperolehnya. Pihak yang diduga melakukan pelanggaran tidak harus menunjukkan bahwa yang bersangkutan akan melakukan pembayaran atas keuntungan yang diperolehnya. Tetapi pihak yang diduga melakukan pelanggaran tidak harus menunjukkan bahwa pelanggaran memang telah terjadi, dan otoritas pasar modal pun tidak perlu membuktikan adanya pelanggaran tersebut.

Sebagaimana kita ketahui bahwa dalam sebuah transaksi efek, faktor informasi memegang kunci utama dalam menentukan proporsi portofolio dalam upaya mencari keuntungan yang maksimal. Karena dengan menggantungkan pada informasi seseorang akan cepat mengambil untuk memperoleh keuntungan atau untuk menghindari kerugian. Kita misalnya melihat, banyak perusahaan sekuritas bergerak dalam penanaman modal, menghabiskan dana milyaran rupiah untuk membangun divisi riset yang handal. Tujuan semua itu tidak lain untuk mendapatkan informasi yang tepat dan analisa yang akurat mengenai penilaian perusahaan emiten, atau hal-hal penting yang berkaitan dengan kinerja dan sebagainya.

Menyadari pentingnya nilai sebuah informasi bagi para investor, maka dalam penyebarannya harus dilandasi asas keadilan dan dilindungi oleh hukum. Karena dilindungi oleh hukum, maka barang siapa yang melakukan pelanggaran harus dijerat dengan penjatuan sanksi hukum. Bursa efek pun turut mengemban tugas yakni dengan menjamin dan memastikan bahwa informasi yang dikeluarkan oleh emiten akan sampai kepada investor secara merata dan terbuka. Demikian pula dengan Bapepam sebagai pengawas tertinggi.

Di dalam Undang-undang Pasar Modal Bab XV terdapat ketentuan pidana atau sanksi bagi pelaku yang melanggar atau melakukan kejahatan di pasar modal. Bentuk tindakan pidana di pasar modal sebagaimana tercantum dalam Bab XI pasal 90 hingga 99 diantaranya adalah tentang penipuan, manipulasi pasar dan perdagangan orang dalam atau *insider trading*. Pasal yang menyinggung masalah perdagangan orang dalam terdapat dalam pasal 95 hingga pasal 98. Sedangkan bentuk sanksinya tercantum dalam pasal 104 yang mana pelaku akan dianjar

dengan pidana penjara paling lama 10 tahun dan denda paling banyak 15 miliar rupiah.

Sehingga bila dilakukan suatu penyelidikan dan penyidikan atas kemungkinan terjadinya *insider trading*, tujuannya tidak hanya untuk memperbaiki tatanan sistem perdagangan saham saja, tetapi juga sekaligus bisa mengangkat kewibawaan pasar modal. Hal ini karena telah menjadi tugas Bapepam untuk menegakkan dan meletakkan dasar keamanan serta perlindungan kepada para investor. Untuk itu, Bapepam harus berani dan tegas menindak pelaku kejahatan di pasar modal tanpa pandang bulu karena apapun yang tergolong tindak pidana pastilah berimplikasi negatif dan merugikan bagi orang lain. Apalagi kasusnya akan berdampak bagi kepercayaan investor terutama investor internasional.

Harus diakui bahwa penyelesaian kasus *insider trading* tidaklah mudah, terutama kalau sudah menyangkut proses pembuktiannya. Karena petugas penyelidik harus cermat menemukan bagaimana rekonstruksi kejadiannya serta menentukan formulasi hukumnya untuk mendapatkan bukti pelanggaran. Ini merupakan tantangan sekaligus ujian bagi Bapepam untuk melaksanakan fungsinya sebagai lembaga pengawas tertinggi di dunia pasar modal.

Sampai sekarang misalnya, Bapepam yang memiliki wewenang luas dalam mengusut kejahatan di pasar modal, belum berhasil menangkap para pelaku *insider trading*. Ini merupakan kejanggalan dan keanehan karena ada kesan otoritas bursa di Indonesia seolah menutup muka terhadap kasus kejahatan agar perdagangan saham di lantai bursa tetap ramai dan marak. Nampaknya pula, kebanyakan pejabat Bapepam maupun di BEJ memiliki pemahaman yang kurang tetap tentang pasar modal dan bagaimana mekanisme (pembentukan) harga saham yang sehat. Memang, kenaikan harga saham merupakan sesuatu yang baik dan menguntungkan investor serta dapat menarik iklim investasi sebanyak mungkin padahal peristiwa *insider trading* seringkali diwarnai dengan kenaikan harga saham yang bersangkutan. Kenaikan harga saham berlangsung secara tidak *fair* yaitu pembeli melakukan pemborongan secara semena-mena terhadap saham yang

dimiliki investor yang tidak memiliki informasi. Tentu saja mereka akan dirugikan karena telah menjual saham dengan harga yang murah.

Menyoroti tentang peran informasi dalam transaksi bursa bisa diibaratkan sebagai *information oriented business*¹⁰. Pada investasi dalam aktiva keuangan, peran informasi menjadi sangat dominan, karena berbeda dengan aktiva riil (*real asset*) yang nilainya terletak pada manfaat fisiknya, nilai aktiva keuangan (*financial asset*) terletak pada klaimnya atas aset yang lain. Hal ini bisa dimengerti mengingat tanpa informasi tentang aset atas nama aktiva keuangan memiliki klaim, maka aktiva keuangan tidak bernilai. Karena itu harga saham ditentukan oleh informasi. Sehingga perdagangan saham bisa dikatakan adil (*fair*) apabila tidak terjadi kesengajaan dalam pemilikan informasi. Pengaturan yang jelas terhadap pihak-pihak yang secara langsung terlibat dalam transaksi efek di lantai bursa mutlak membutuhkan pengaturan terhadap orang dalam (*insider*) yang memiliki akses lebih besar terhadap informasi dan pengaturan arus informasi itu sendiri.

Informasi yang perlu diatur adalah informasi yang penting dan relevan. Suatu informasi disebut penting dan relevan apabila mempengaruhi tiga hal yaitu harga saham, kondisi fundamental perusahaan yang menerbitkan saham yang pada gilirannya akan mempengaruhi harga saham dan keputusan investasi pemodal yang nantinya akan berpengaruh terhadap harga saham. Dengan demikian, semua informasi yang mempengaruhi harga saham (*price sensitive information*) sepanjang memungkinkan harus diatur arus dan penggunaannya. Penjualan dan pembelian saham dalam jumlah relatif besar misalnya walaupun mungkin tidak secara langsung mempengaruhi kondisi fundamental emiten, namun karena mempengaruhi permintaan dan penawaran juga perlu diatur. Sehingga harus ada ketentuan yang mengatur tentang pembatasan mengenai saham (*restrictive shares*) yaitu pengaturan tentang penjualan saham yang meliputi jumlah lebih dari 1% saham beredar sehingga wajib dilakukan melalui mekanisme penawaran tender.

¹⁰ Hasil wawancara dengan Ibu Sri Hasniati, *Corporate Lawyer* pada Biro Konsultan Hukum Soemadipradja & Taher, Jakarta, 27 Maret 2002

Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menetapkan beberapa ketentuan mengenai orang dalam (*insider*) yang memiliki informasi orang dalam, antara lain :

- 1) Orang dalam yang memiliki informasi orang dalam dilarang melakukan transaksi atas saham emiten atau saham perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan emiten (pasal 95) ;
- 2) Orang dalam dilarang mempengaruhi orang lain untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek dimaksud pada angka 1 (pasal 96 ayat 1) ;
- 3) Orang dalam dilarang memberikan informasi orang dalam kepada pihak manapun yang patut diduga akan menggunakan informasi tersebut untuk melakukan transaksi atas efek terkait (pasal 96 ayat 2) ;
- 4) Setiap pihak yang berusaha memperoleh informasi orang dalam dari orang dalam secara melanggar hukum, diberlakukan larangan yang sama (pasal 97) ;
- 5) Perusahaan efek yang memiliki informasi orang dalam dilarang melakukan transaksi atas efek yang bersangkutan, kecuali apabila transaksi tersebut semata-mata atas perintah nasabah dan perusahaan efek tersebut tidak memberikan rekomendasi apapun (pasal 98) ; dan
- 6) Direktur atau komisaris atau setiap pihak yang memiliki saham sekurang-kurangnya 5% wajib melaporkan kepemilikan dan perubahan kepemilikannya selambat-lambatnya 10 hari sejak terjadinya kepemilikan atau perubahan kepemilikannya (pasal 98 serta peraturan X.M.1)

Melihat begitu banyaknya indikasi mengenai telah terjadinya praktek *insider trading* dan dikhawatirkan citra pasar modal akan semakin buruk di mata investor asing. Sebab para investor asing tersebut akan enggan melakukan investasi dalam jumlah besar karena harga-harga saham tidak dibentuk berdasarkan mekanisme pasar yang normal. Karenanya dalam menarik minat investor asing semestinya Bapepam harus melakukan penyelidikan yang transparan dan tuntas serta secara tegas menindak para pelakunya. Masalah *insider trading* ini sepertinya hanya dipermasalahkan tanpa penyelesaian masalah. Sama dengan pemberian kredit atau *legal lending limit* , maka *insider trading* pun merupakan praktek yang amat lazim dan dianggap sebagai hal yang biasa sehingga setiap ancaman tindakan tetap hanya berhenti pada tingkat ancaman belaka. Berbagai kasus terhadap dugaan pelanggaran di dunia pasar modal kita begitu banyak kita saksikan, tetapi yang jelas tindakan otoritas bursa tidak pernah

mempunyai efek yang dapat disebut substantif untuk mengubah pandangan bahwa *insider trading* merupakan suatu perbuatan yang salah.

Oleh karena itu, barangkali kita harus kembali kepada faktor yang selalu dipermasalahkan yaitu besarnya peran transparansi dan dijunjung tingginya prinsip *disclosure* oleh segenap pelaku pasar modal. Dari aspek pemberian order sampai aspek penentuan harga barang dalam pengadaan bagi pemerintah sampai dengan ketentuan-ketentuan pasar-pasar oligopoli dan monopoli, semuanya terasa benar namun kita pun merasakan bahwa besarnya faktor korupsi dalam proses-proses tersebut.

**c. Pemahaman Sempit Terhadap Prinsip Umum Transaksi Efek
Sebagai Celah Terjadinya Praktek *Insider Trading***

Secara umum dapat diasumsikan bahwa orang dalam (*insider*) memiliki peluang untuk berspekulasi terhadap saham yang dimilikinya sebab mereka memiliki informasi material dalam kapasitasnya sebagai orang dalam (*insider*) dan oleh karena itu ada kecenderungan untuk memanfaatkan kesempatan memperoleh keuntungan. Dalam sebuah transaksi efek selain berhubungan dengan segala perhitungan yang bersifat matematis sebagai ukuran untuk mengetahui seberapa keuntungan yang akan diperoleh tentunya juga memperhitungkan pula sistem atau metode yang secara umum menjadi pegangan para pelaku pasar modal. Hingga kini metode yang dipakai dalam sebuah transaksi efek bagi negara-negara yang memiliki institusi pasar modal masih berkiblat pada metode yang diterapkan di Amerika Serikat. Hal ini tidak mengherankan karena Amerika Serikat merupakan negara yang telah terlebih dahulu menerapkan sistem pasar modal modern yang diakui secara umum bahkan oleh IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*).

Seorang yang bertindak sebagai orang dalam (*insider*) dapat merepresentasikan dirinya baik itu sebagai seorang investor atau bahkan sebagai seorang spekulator bahkan pula dalam satu waktu menjadi gabungan keduanya. Perbedaan antara investor dan seorang spekulator dalam sebuah transaksi efek tampaknya hanyalah sebuah pemahaman sempit dan batasnya adalah kualitatif.

Dalam spekulasi pada sebuah transaksi efek yang dilakukan oleh orang dalam (*insider*) untuk membeli suatu efek dengan tujuan pada saat yang dirasa tepat menjual kembali di mana motif yang akan muncul adalah semata-mata di balik semua itu adalah kesempatan bertransaksi secara “keluar dan masuk” (*in-and out transaction*). Motif semacam ini dilakukan dengan berpatokan pada indeks harga saham.

Di sebuah pasar modal indeks setidaknya memiliki lima fungsi diantaranya ¹¹:

- 1) sebagai indikator kecenderungan pasar ;
- 2) sebagai indikator tingkat keuntungan
- 3) sebagai tolok ukur (*benchmark*) kinerja suatu portofolio ;
- 4) memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif ; dan
- 5) memfasilitasi produk derivatif .

Ada beberapa macam pendekatan atau metode penghitungan yang digunakan untuk menghitung indeks yaitu :

- 1) menghitung rata-rata (*arithmetic mean*) harga saham yang masuk dalam anggota indeks ;
- 2) menghitung (*geometric mean*) dari indeks individual saham yang masuk anggota indeks ;
- 3) menghitung rata-rata tertimbang nilai pasar. Umumnya semua indeks harga saham gabungan (*composite*) menggunakan metode rata-rata tertimbang termasuk di Bursa Efek Jakarta.

Di Bursa Efek Jakarta terdapat empat jenis indeks, antara lain ¹²:

- 1) Indeks Harga Saham Individual, adalah indikator harga suatu saham individual dengan menghitung naik turunnya harga saham individual tersebut dibandingkan dengan harga pada saat tertentu
- 2) Indeks Harga Saham Sektoral, menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sektor. Di BEJ indeks sektoral terbagi atas sembilan sektor yaitu :
 - a. Sektor-sektor primer (ekstratif) :
 - Pertanian
 - Pertambangan
 - b. Sektor-sektor Sekunder (industri manufaktur) :

¹¹ Hasil wawancara dengan Ibu Sri Hasniati, *Corporate Lawyer* pada Biro Konsultan Hukum Soemadipradja & Taher, Jakarta, 27 Maret 2002

¹² Hasil wawancara dengan Bp Taufiq Rochman, *Manager Corporate Communication Division BEJ*, Jakarta, 28 Maret 2002.

- Industri Dasar dan Kimia
- Aneka Industri
- Industri Barang Konsumsi
- c. Sektor-sektor Tersier (jasa) :
 - Properti dan Real Estate
 - Transportasi dan Infrastruktur
 - Keuangan
 - Perdagangan, Jasa dan Investasi
- 3) Indeks LQ 45, menggunakan 45 saham yang terpilih berdasarkan likuiditas perdagangan saham dan disesuaikan setiap enam bulan (setiap awal bulan Februari dan Agustus). Sehingga saham yang terdapat dalam indeks tersebut akan selalu berubah.
- 4) Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG, menggunakan semua saham yang tercatat sebagai komponen penghitungan indeks.

Tindakan spekulasi yang dilakukan dengan menjual dan membeli saham adalah dalam rangka secara cepat mendapatkan keuntungan dari harga yang berfluktuasi. Hal ini tentunya harus dibedakan dengan suatu investasi yang secara murni tidak hanya bertujuan memetik keuntungan tetapi juga memperhitungkan faktor resiko yang sangat dihindari oleh para investor yang telah menanamkan modalnya. Seorang investor adalah pihak yang hanya memperhitungkan deviden (bagian keuntungan perusahaan yang diberikan kepada pemegang saham) serta nilai instrinsik saham dalam jangka panjang.

Dalam rangka menentukan akibat spekulasi perdagangan yang dilakukan oleh orang dalam (*insider*) hendaknya dipahami terlebih dahulu karakteristik dan fungsi pasar modal. Kriteria yang dapat dipakai sebagai pegangan terhadap efisiensi dalam pasar modal adalah kemampuan untuk dapat diuji namun tidak semua produk yang berhubungan dengan faktor ekonomi dan berpengaruh terhadap pasar diarahkan pada cakupan skala yang lebih besar. Yang terjadi, hanya di pasar modal dan pasar komoditi digambarkan sebagai suatu pasar spekulasi. Hal ini tidak mengherankan mengingat dalam kedua jenis pasar tersebut banyak faktor yang berpengaruh di dalamnya sehingga tindakan spekulasi menjadi sesuatu yang dianggap wajar.

Setidaknya untuk mengujinya diperlukan tiga macam ukuran. *Pertama*, suatu pasar harus dalam keadaan sempurna atau semi sempurna. Dalam pasar sempurna barang-barang yang diperjualbelikan sejenis dan telah memenuhi

standar yang dipersyaratkan, terdapat banyak penjual dan pembeli, terdapat kesempatan terhadap semua pihak untuk keluar maupun masuk sehingga tidak ada kesulitan dan hambatan dan diikuti dengan pengeluaran seminimal mungkin. Terdapat ukuran penentuan harga terhadap semua komoditas produk sehingga baik penjual maupun pembeli harus memiliki informasi yang tepat terhadap harga yang berlaku termasuk pula persiapan terhadap perhitungan harga yang berbeda setiap saat.

Kedua, biaya peralihan terhadap barang yang diperdagangkan di pasar modal terjangkau dan diperhitungkan prospeknya khususnya bagi para investor sehingga fluktuasi harga pun dapat bergerak secara wajar. Apabila harga yang ditawarkan terlalu tinggi, spekulasi biaya yang akan terjadi kemungkinan akan menjadi penghalang. Hal ini didasarkan pada kenyataan bahwa untuk memperoleh keuntungan namun diikuti dengan resiko, spekulator harus memperhitungkan perbedaan antara harga jual dan beli yang tentunya harus lebih besar dari biaya peralihan. Dalam rangka untuk memperoleh harga yang rendah harus pula memperhitungkan faktor-faktor seperti barang-barang yang diperdagangkan tahan lama, tingkat depresiasi (dengan ketentuan harga perolehan, masa manfaat atau umur ekonomis dan nilai barang), tingkat daluwarsa produk yang ditawarkan. Di samping itu faktor lain yaitu nilai barang yang ditawarkan harus sesuai secara fisik baik itu dalam ukuran dan berat. Sehingga dengan barang yang ditawarkan berkualitas otomatis akan mempengaruhi penilaian terhadap saham tersebut seperti doktrin yang berlaku di lantai bursa "*the higher yield, the lower is the net carrying cost*"¹³.

Ketiga, kondisi untuk mengadakan spekulasi terhadap situasi pasar saat itu mencerminkan tingkat ketidakpastian sehubungan dengan prediksi pada pasar modal di masa mendatang seharusnya tercipta dalam kondisi yang wajar, teratur dan transparan sebagaimana diinginkan oleh segenap para pelaku pasar modal. Para pihak yang terlibat dalam industri pasar modal tentunya juga mempunyai

¹³ Hasil wawancara dengan Bp Taufiq Rochman, *Manager Corporate Communication Division BEJ*, Jakarta, 28 Maret 2002. *Yield* merupakan keuntungan yang diterima investor, baik yang berasal dari *capital gain* maupun dividen. *Yield* dinyatakan dalam persentase dari modal yang ditanamkan atau tingkat pengembalian yang diperoleh dari investasi arus kas keluar selama periode tertentu.

pengharapan yang besar terhadap kondisi pasar modal karena keikutsertaan para pelaku pasar modal ini akan menentukan tumbuh kembangnya, baik buruknya maupun likuid tidaknya perkembangan suatu pasar modal. Mengenai perkiraan terhadap suatu pasar modal di mana setiap pihak dapat memperkirakan dengan pasti nilai suatu saham maka tidak seorang pun yang dapat membuat perkiraan secara spekulatif untuk memperoleh keuntungan. Apabila nilai saham telah diperkirakan secara tepat dan tanpa adanya fluktuasi yang berarti maka diharapkan di masa mendatang tindakan spekulasi tidak akan bertahan lama.

Permasalahan yang selama ini terjadi adalah mengenai jasa orang dalam (*insider*) sebagai pihak yang dianggap penentu khususnya dalam hal aksi spekulasi terhadap nilai saham perlu untuk dievaluasi kembali dalam lingkup tujuan dan fungsi pasar modal. Sebagai contoh, di Amerika Serikat pasar modal terdiri dari dua bagian yaitu organisasi yang berada dalam struktur pasar modal seperti Bapepam di Indonesia (*organized exchange*) dan lembaga di luar bursa (*over the counter market*)¹⁴. Walaupun kedua insitusi tersebut memiliki fungsi yang berbeda namun keduanya bertujuan memasyarakatkan pasar modal serta membentuk suatu pasar modal yang likuid. Pasar modal yang likuid dapat didefinisikan sebagai suatu pasar di mana investor dapat mengatur saham-sahamnya yang terdaftar di bursa tanpa adanya penundaan dan tanpa timbulnya kerugian yang diakibatkan minimalnya pembeli potensial. Suatu pasar modal juga dianggap likuid dengan terciptanya transaksi secara cepat, mengingat bagi para investor waktu sangat berharga sehingga dengan singkatnya waktu diharapkan didapatkan *gain* (keuntungan). Setidaknya ada tiga karakteristik yang melekat pada pasar modal yang menunjukkan pasar likuid :

- a. Tingkat penjualan teratur dan transaksi yang berjalan lancar ;
- b. Perbedaan minimal antara penawaran dan permintaan (*bid and over*) ;
- c. Harga saham bergerak secara rasional sepanjang waktu. Sehingga, secara umum suatu pasar dianggap stabil dan aktif akan menghasilkan pasar modal yang likuid.

¹⁴ Hasil wawancara dengan BP Janto Sujanto, staff Biro Pemeriksaan dan Penyedikan Bapepam, Jakarta, 14 November 2001. *Over the counter market* merupakan pasar di luar bursa saham di mana harga dari sekuritas ditentukan dengan sistem negosiasi (tawar menawar) antara investor dan broker/dealer.

Terdapat pandangan yang berkembang diantara para pelaku pasar modal terhadap aksi spekulasi pada transaksi pasar modal. Pandangan tersebut didasarkan pada anggapan bahwa aksi spekulasi yang dilakukan merupakan konsekuensi wajar dari berkembangnya pasar bebas mengingat pasar modal merupakan institusi ekonomi yang aktif dan reaktif baik itu terhadap perkembangan pasar modal itu sendiri maupun kondisi di luar pasar modal yang berpengaruh terhadap tumbuh kembangnya industri pasar modal. Berdasarkan teori klasik tentang pasar modal, aksi spekulasi secara kompetitif kenyataannya tetap diperlukan dalam rangka mewujudkan pasar modal yang berjalan secara teratur, wajar dan transparan.

Spekulasi, bagaimanapun juga merupakan tindakan alamiah seorang spekulator untuk memperoleh keuntungan dan memperhitungkan secara matang nilai suatu saham yang berlaku pada pasar modal. Dalam rangka memperoleh keuntungan, para spekulator berupaya untuk mempertahankan saham yang dimilikinya dengan menanti saat yang tepat ketika harga saham berada pada posisi di bawah normal dan menjualnya pada posisi harga tinggi. Konsekuensinya mereka harus secara terus menerus memantau pergerakan harga yang bergerak secara fluktuatif apabila mereka tidak menginginkan saham yang telah dimiliki hilang begitu saja karena perhitungan yang tidak tepat.

Tindakan yang dilakukan tersebut membuktikan bahwa di mana ada uang berputar termasuk keadaan di lantai bursa yang memungkinkan segala sesuatu akan dilakukan demi mengejar keuntungan semata maka ada kecenderungan berlangsungnya kejahatan. Kadangkala maksud baik dari suatu lembaga atau sistem menjadi tidak begitu berarti manakala tindak kejahatan masuk, dan bahkan akibat buruk dari munculnya tindak kejahatan di dalamnya lebih besar dari manfaat yang diperoleh. Demikian juga dalam industri pasar modal. Sebagai upaya pencegahan atau upaya mengurangi dampak negatifnya setiap negara melalui otoritas pasar modal yang dipunyai merancang suatu sistem yang didalamnya penuh dengan peraturan dan batasan-batasan yang harus dipatuhi. Tujuannya tidak lain adalah untuk mewujudkan terlaksananya prinsip-prinsip kejujuran dan keadilan, perdagangan yang efisien, keterbukaan, proses kliring

penjaminan dan penyelesaian yang efisien dan penegakan hukum yang pasti, kesemuanya itu merupakan ciri-ciri pasar modal yang efektif.

Walaupun segala ketentuan telah dibuat untuk mencegah berlakunya pelanggaran di pasar modal, namun demikian kejahatan dan kecurangan masih saja muncul seakan-akan bertindak sebagai *counterparty* bagi keberadaan suatu peraturan. Tindak kejahatan yang muncul di bidang pasar modal mungkin didasarkan atas beberapa alasan diantaranya *price of hazard* yaitu bahwa setiap orang mempunyai potensi bertindak kejahatan, tergantung kondisi psikologis dan lingkungan serta kesempatan dan peluang di sekitarnya. Yang keduanya adalah *dark motivation* yang kemunculannya lebih banyak disengaja atau bahkan pasti disengaja. Tidak kalah penting adalah *uninformed market* yang sedikit banyak menunjang kedua alasan di atas. keadaan pasar yang tidak transparan dan miskin informasi baik disengaja maupun tidak disengaja boleh jadi telah dimanfaatkan dan menguntungkan para pelaku kejahatan dan kecurangan dan pada gilirannya akan mengurangi kepercayaan investor akan tegaknya prinsip *fairness by putting everyone in the same playing field*.

Salah satu bentuk kejahatan dalam pasar modal adalah manipulasi pasar (*market manipulation*) yang merupakan pelanggaran sebagai fase lanjutan dari tindakan spekulasi yang dilakukan oleh para pihak termasuk di dalamnya orang dalam (*insider*). Manipulasi sebagai suatu tindak kejahatan dalam prosesnya secara garis besar mempunyai kecenderungan mengikuti pola dan tahapan yang pernah ada atau pernah terjadi. Kecenderungan pola tersebut lebih sebagai sebuah siklus yang berulang-ulang dalam rentang waktu yang bervariasi, sampai pada suatu saat seiring dengan perkembangan zaman, teknologi, dan sistem peraturan, para pelaku akan menemukan suatu modus operandi baru sebagaimana tidak terbayangkan sebelumnya. Tahapan dalam manipulasi pasar yang merupakan suatu siklus dapat diuraikan sebagai berikut ¹⁵:

¹⁵ Hasil wawancara dengan Bp Sutrisno, *Kabag Bantuan Hukum & Litigasi Bapepam*, Jakarta, 27 Maret 2002

a. *Conspiracy Stage*

Pada tahap awal ini para pelaku saling menjalin hubungan untuk kemudian bersepakat membentuk suatu kelompok konspirasi. Tingkatan konspirasi ini dapat terbentuk melalui hubungan individual ataupun melalui hubungan dalam skala institusi. Di sinilah skenario manipulasi pasar seperti dimaksud sebelumnya adalah salah satu bentuk kejahatan dan penipuan yang dalam prakteknya berusaha menutupi kecenderungannya dengan memanfaatkan kelemahan sistem atau kelengahan pasar dengan memainkan beberapa trik atau kamufase. Seiring dengan berjalannya waktu, kekuatan manipulasi akan terbentuk secara perlahan, dalam kejadian ini muncul adanya kemampuan untuk mengontrol keuntungan perdagangan saham dengan mudah atau mengarah kepada penguasaan suatu saham.

b. *Accumulation Stage* atau *Domination and Control Stage*

Pihak yang terlibat manipulasi akan menguasai aliran efek dan mengontrol pasar. Pelaku manipulasi berkesempatan mengontrol efek dalam jumlah besar dengan membeli efek dari pemegang saham minoritas. Mengontrol pasar pada umumnya dilakukan atas perusahaan yang memiliki kapitalisasi kecil yang penyebaran efeknya ke masyarakat sedikit. Tindakan semacam ini dikenal sebagai *penny stock scam*.

Atas perusahaan yang sudah *go publik*, untuk memperkuat daya kontrolnya pelaku manipulasi dapat mencoba untuk mendapatkan atau menambah pengendalian atas pasar dengan membeli efek yang dipegang spekulan atau investor jangka pendek pada harga rendah. Memperkecil sebaran efek sehingga pada waktu yang sama efek menjadi langka/mahal atau hanya dipegang kelompok tertentu dengan menggunakan rekening yang banyak tentunya. Atau pun jika menjual, lebih merupakan aksi *to park securities* yaitu dengan cara menjual pada manipulator lain, biasanya dengan jaminan efek tersebut tidak akan di jual ke pasar dengan tujuan mempersempit dominasi atas suatu efek.

Untuk perusahaan yang belum *go publik*, pelaku manipulasi dapat mengendalikannya dengan membeli saham di luar bursa, untuk kemudian mengusulkan untuk mencatatkan efeknya di bursa. Aktifitas ini dapat meliputi

penyajian daftar pemegang saham yang sebenarnya tidak memiliki (menggunakan nama lain) atau pemegang saham yang setuju akan menjual sahamnya ke pelaku manipulasi.

c. *Ramping Storage* atau *Running Storage*

Tahapan ini meliputi perdagangan oleh pelaku dengan tujuan mempengaruhi pasar. Pelaku yang sudah memegang kendali pasar akan mendominasi untuk kemudian mempunyai pengaruh yang signifikan dalam mengatur harga efek. Ciri dari periode ini adalah munculnya pola-pola/trend yang tidak lazim atau suatu saham. Salah satu sinyal yang muncul adalah terbentuknya keaktifan semu, dan di sini biasanya pelakunya melakukannya tidak melalui satu broker melainkan beberapa broker dan beberapa rekening. Aktivitas perdagangan selama periode ini diwarnai dengan meningkatnya perdagangan atas efek yang dimanipulasi dan yang merefleksikan nilai-nilai yang tidak sebenarnya. Pola-pola memasukkan order saat harga naik, terutama mendekati penutupan hari bursa dengan memasukkan pada harga tertinggi atau pada saat pembukaan perdagangan untuk melanjutkan pola hari sebelumnya menunjukkan adanya manipulasi.

Indikasi lain dapat berupa pembelian pada harga yang lebih tinggi dari sebelumnya dan diikuti peningkatan harga pada harga yang lebih tinggi, memasukkan *bid* di atas harga pasar dan menaikkan *bid* ketika tidak ada lagi penawaran lainnya. Pembelian dalam jumlah besar pada hari yang sama juga dapat diindikasikan terjadinya manipulasi ini. Periode *ramping* pada umumnya tidak dalam bentuk kenaikan harga terus menerus dan konsisten. Hal ini dilakukan pelaku dalam usaha mencoba menciptakan bentuk pasar yang wajar untuk menghindari perhatian SRO sebagai otoritas bursa. Atau bahkan melakukan aksi yang berkesan naif dengan tujuan mengacau tampilan pola pada monitor pengawasan.

Pelaku kadangkala menggunakan metode lain untuk melakukan skema ini, termasuk memberikan informasi palsu atas efek tersebut. Mereka kadang memperoleh bantuan dari pihak ketiga baik disengaja maupun tanpa sengaja, dalam hal ini orang yang menahan efek, pelanggan atau bahkan rekomendasi para analis yang diekspos di media massa.

d. *Sell-off Stage* atau *Dump Stage*

Tahapan ini adalah tahapan di mana para pelaku mengakhiri skenario manipulasinya. Dalam menutup aksinya perlu trik-trik tertentu dengan tujuan tentunya untuk menghilangkan kecurigaan yang mungkin muncul. Pada periode ini biasanya volume perdagangan meningkat, dan kadangkala pelaku ikut membeli juga sebagai tindakan untuk mengacau pola manipulasi. Pada akhir periode ini, karena tekanan dari pelaku, harga dan volume akan kembali pada *benchmark* semula dan pelaku manipulasipun sudah keluar dari arena tersebut untuk kemudian mencari arena lain yang memungkinkan.

Pada dasarnya teknik manipulasi dapat dilihat dari dua sisi yaitu sisi manipulasi permintaan (*demand side manipulation*) dan sisi manipulasi penawaran (*supply side manipulation*). Manipulasi permintaan biasanya digunakan untuk menaikkan harga dengan didahului aktifnya pembeli (tekanan beli). Sedangkan manipulasi penawaran digunakan untuk menurunkan harga dengan didahului besarnya penjualan (tekanan jual).

Dari dua tipe manipulasi itulah dapat diturunkan menjadi beberapa teknik-teknik manipulasi (*market rigging*) antara lain manipulasi harga dan manipulasi volume. Manipulasi atas kepemilikan, manipulasi distribusi, manipulasi informasi pasar, serta manipulasi faktor dan bidang usaha lebih merupakan manipulasi antara yang kemudian akhirnya tujuannya sama yaitu manipulasi harga dan volume.

Manipulasi harga antara lain meliputi ¹⁶ :

a. *Bait and Switch*

Trik ini biasanya diawali dengan keluarnya rekomendasi atas suatu saham untuk membentuk opini pasar dan kemudian ditawarkan kepada pembeli (investor). Tidak jarang rekomendasi ini diperkuat dengan data-data yang meyakinkan atas fundamental suatu perusahaan. Pelaku manipulasi memasang order jual secara bertingkat dalam jumlah sedikit, sehingga dalam keadaan demikian investor pembeli mengambil posisi beli yang lebih tinggi lagi. Di samping itu pelaku juga melakukan pembelian dalam jumlah kecil untuk

¹⁶ *Ibid*

memancing. Demikian hal itu dilakukan secara bertahap, sedikit demi sedikit dalam rentang waktu panjang.

b. *Hype and Dump*

Tindakan manipulasi biasanya didahului dengan mengekspos suatu saham atau kelompok-kelompok saham dengan dukungan rumor-rumor positif atau rekomendasi analisis (*hype*). Para manipulator akan tercapai maksudnya begitu pasar mulai menunjukkan reaksi positifnya. Maka saat itu para pelaku melakukan aksi jual yang kemudian disusul dengan dikeluarkannya rumor-rumor negatif atau apapun yang sifatnya sebagai *antithesis* dari rumor pertama (*dump*). Dari hal itu diharapkan harga saham akan turun, untuk kemudian pelaku manipulasi dapat kembali membeli pada harga murah. Tindakan ini biasanya dilakukan dalam volume relatif kecil dan jangka waktu relatif pendek. Untuk itulah trik ini pada jangka waktu yang lebih pendek lagi (periode harian) banyak dilakukan para pelaku yang melakukan *short selling*.

c. *Pump and Dump*

Teknik ini sering digunakan atas saham-saham yang masih “panas” dalam artian harganya sedang melejit dan aktifnya diperdagangkan. Situasi “panas” ini terwujud sebagai akibat kerja dari para pelaku manipulasi juga. Di sini yang membedakan dengan “*hype*” adalah tindakan ini dilakukan secara perlahan dan bertahap dalam rentang waktu yang relatif panjang. Biasanya keadaan ini didukung oleh kondisi/trend pasar saat itu atau juga memanfaatkan kelengahan pasar. Sebagai contoh misalnya maraknya perdagangan atas saham-saham perusahaan yang berbasis *e-net* atau *hi-tech* yang merambah dunia pasar modal. Ketika sampai pada saat yang diinginkan, pelaku manipulasi men-*supply* pasar dengan order jual yang disusun sedemikian rupa yang mengakibatkan pasar mengalami tekanan jual, sehingga pada saatnya harga menjadi turun dan inilah saatnya para pelaku manipulasi meninggalkan arena dan mungkin kembali membeli saham tersebut pada tingkat harga rendah (*support area*).

d. *Window Dressing*

Tindakan ini bertujuan tidak lain untuk memperbaiki tampilan/*performance* saham atau kelompok saham dengan jalan menaikkan

harganya pada penutupan periode pelaporan/periode akuntansi. Teknik manipulasi ini banyak dilakukan oleh emitem sendiri untuk kepentingan laporan akhir tahun kepada pihak manajemen, dan hal ini juga dilakukan oleh manajer investasi untuk meningkatkan NAV-nya. Untuk jangka pendek (harian) teknik ini juga digunakan manipulator untuk menjaga tingkat harga saham tertentu. Hal ini biasanya dilakukan beberapa saat menjelang penutupan sesi perdagangan harian terlihat dengan meningkatnya *composite index*.

Teknik ini juga dapat digunakan untuk menurunkan harga yaitu dengan cara menempatkan *bid* atau tawar beli pada tingkat harga lebih rendah dalam jumlah besar pada saat menjelang penutupan, dan lazim disebut *painting the tape technic* atau disebut *ramping* jika dilakukan oleh perorangan/kelompok kecil bukan lembaga.

Manipulasi volume antara lain meliputi :

a. *Chain Letter Rally*

Teknik ini dilakukan oleh pelaku yang sudah mengetahui apa yang sedang terjadi di pasar (dalam jumlah besar) dan seolah-olah tidak tahu menahu bahwa sedang terjadi tindak manipulasi, sehingga di sini hanya mengikuti arus dan memanfaatkan gelombang manipulasi yang sudah terbaca olehnya. Jika suatu saat terbongkar manipulasi ini, tentunya pelaku berharap dapat mengapus jejaknya dan tidak ikut tersangkut. Pelakunya dapat disebut sebagai *great scammer* meskipun mereka lebih senang menyebut dirinya sebagai *smart scammer*.

b. *Churning*

Tindakan ini biasanya dilakukan broker terhadap nasabahnya, di mana broker melakukan transaksi secara berlebihan guna mendapat komisi atas transaksi tanpa mengindahkan kebutuhan investor (*churning and burning*). Tindakan ini juga dapat berupa tindakan menempatkan order jual/beli dalam jumlah besar sedemikian rupa untuk mendorong jumlah *bid/ask* atas saham tersebut.

c. *Pools*

Adalah kegiatan yang dilakukan sekelompok pemodal besar dengan tujuan menguasai sejumlah besar efek, dan dalam prakteknya mereka mentransaksikan

antar mereka sendiri melalui broker-broker mereka. Pada tingkatan yang lebih tinggi, mereka menguasai dan mengendalikan market analis untuk kepentingan rekomendasi dan media massa. Penguasaan ini bukan semata-mata untuk memperoleh harga jual tinggi, tapi lebih dari itu adalah untuk mengontrol pasar dan menggunakannya sesuai keinginan mereka. Praktek ini lebih mudah terjadi di *Over The Counter* (luar bursa). Keadaan inilah yang menjadi salah alasan mengapa perlu pengawasan terhadap *Over The Counter Market*.

d. *Short Squeeze*

Manipulasi ini digunakan dengan cara membeli dan akhirnya menguasai dalam jumlah besar sehingga terjadi keadaan *shortage* di pasar, tentunya bukan melalui satu atau dua rekening melainkan beberapa rekening efek yang diatur secara acak dan menyebar. Biasanya dilakukan atas saham-saham dengan kapitalisasi kecil atau jumlah saham tercatatnya kecil.

Proses penguasaan ini biasanya dilakukan dalam jangka waktu yang panjang untuk menghindari peringatan yang mungkin muncul, dan juga untuk menghindari perubahan yang sudah ada secara berlebihan. Langkah selanjutnya yang dilakukan *squeezee* adalah mengaktifkan perdagangan saham dengan memasang *bid* dan *ask* yang pada akhirnya menarik pelaku lain yang tidak tahu untuk masuk. Saat itulah para *squeezee* memeras pelaku lain terutama para *shortseller* dengan jalan menarik penawaran jual (*bid*) ke atas. Tak ayal lagi harga saham akan melejit naik tanpa ada saham yang beredar di pasar modal. Tindakan inilah yang kemudian populer dengan istilah *cornering*.

Terhadap pelanggaran yang dilakukan oleh para pelaku pasar di mana prinsip-prinsip umum dalam pasar modal yang menghendaki terciptanya suatu pasar yang transparan, teratur, wajar dan berdasarkan kaedah-kaedah *disclosure* perlu adanya langkah preventif dan represif untuk mengatasi berbagai pelanggaran yang dirasakan semakin berkembang dengan beragam modus dan sistem. Langkah preventif adalah dengan menyediakan perangkat hukum yang kukuh dan mampu mencakup segala pola skenario tindak pidana. Hal ini dilakukan dengan cara memberlakukan aturan-aturan yang membatasi ruang gerak para pelanggar dan calon pelanggar. Keberadaan aturan-aturan yang detail mengenai berbagai

pelanggaran seperti *insider trading*, keterbukaan informasi serta manipulasi pasar dalam Undang-undang Pasar Modal merupakan contoh konkret dari upaya ini. Keberadaan instruktur penunjang seperti mekanisme pengawasan yang efektif beserta perangkat teknologi pendukungnya memiliki peran yang sangat penting dalam mendeteksi sekaligus menyimpan semua kegiatan yang terjadi.

Labih jauh lagi bahwa untuk meningkatkan efektifitas pengawasan maka perlu diciptakan pengawasan bertingkat, mulai dari tingkat investor (perusahaan efek), bursa, LPP, LKP sampai dengan Bapepam. SRO harus dilengkapi dengan sarana yang cukup guna menyelenggarakan fungsinya tersebut. sistem pengawasan terhadap aktifitas yang terjadi di pasar modal (*market surveillance*) yang ditunjang bukan saja oleh peraturan tetapi juga peralatan canggih. Mereka juga harus diberikan kewenangan yang luas untuk dapat menjatuhkan sanksi terhadap pelanggaran serta menyelesaikan permasalahannya tersebut.

Langkah represif merupakan langkah untuk menemukan, memeriksa serta menjatuhkan sanksi terhadap para pelaku tindak pidana. Dalam hal ini Bapepam perlu bekerja sama, koordinasi dan kesepakatan dengan berbagai pihak seperti POLRI, Kejaksaan, Kehakiman bahkan pihak otoritas pasar modal di manca negara. Sehubungan dengan makin maraknya tingkat pelanggaran yang terjadi di pasar modal Indonesia, terjadi peningkatan kasus pelanggaran yang cukup signifikan pada tahun 2000 s/d 2002 dibandingkan tahun 1999.

Pada tahun 1999 jumlah kasus yang ditangani oleh Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam sebanyak 10 kasus yang sebagian besar merupakan kasus pelanggaran di bidang perdagangan saham, di mana 7 diantaranya telah diselesaikan. Sedangkan pada tahun 2000 s/d 2002 kasus pelanggaran yang ditangani oleh Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam sebanyak 39 kasus. Jenis pelanggaran yang terjadi sebagian besar merupakan pelanggaran di bidang keterbukaan informasi, benturan kepentingan dan di bidang perdagangan saham. Berikut adalah penegakan hukum terhadap kasus yang telah ditangani oleh Bapepam :

Tabel 2

Penanganan Kasus Di Pasar Modal 2000 s/d 2002

No	Kasus	Jenis Pelanggaran
1	PT Indosteel	Keterbukaan Informasi
2	PT Aster Dharma Industri	Keterbukaan Informasi
3	PT Dharmala Agrifood Tbk	Keterbukaan Informasi
4	PT Dharmindo Adiduta Tbk	Keterbukaan Informasi
5	PT Anwar Sierad Tbk	Keterbukaan Informasi
6	PT Surya Dumai Industri Tbk	Keterbukaan Informasi
7	PT Mas Murni Indonesia Tbk	Keterbukaan Informasi
8	PT Daya Guna Samudra & PT Bintuni Minaraya Tbk	Keterbukaan Informasi
9	PT Nasio Elektronik	Keterbukaan Informasi
10	PT Semen Cibinong	Keterbukaan Informasi
11	PT Bakrie Finance Corp. Tbk	Keterbukaan Informasi
12	PT Supermitory Utama Tbk	Keterbukaan Informasi
13	PT Manly Unitama Finance Tbk	Keterbukaan Informasi
14	PT Hanson Industri Utama Tbk	Benturan Kepentingan
15	PT Buanatala Indah Permai Tbk	Benturan Kepentingan
16	PT Dharmala Intiland Tbk	Benturan Kepentingan
17	PT Dharmala Sakti Sejahtera Tbk	Benturan Kepentingan
18	PT Lippo E-Net	Miss Leading Information
19	Perdagangan Saham RMBA	Manipulasi Pasar
20	Transaksi Saham MAMIP	Perdag Saham Prereferen
21	Transaksi Saham TURI	Perdagangan Saham
22	PT Trias Sentosa Tbk	Registrasi Saham
23	PT Surya Inti Permata Tbk	Proses Stock Split
24	PT Jade Securities	Pengendalian Intern
25	PT Asia Kapitalindo (MI)	MI dengan Klien
26	PT Kapita Artha Mas Agung	Praktek Tanpa Ijin
27	PT Esa Dana Makmur	Praktek Tanpa Ijin
28	PT Bank Bali (dilimpahkan ke Kejaksaaan Agung)	Keterbukaan Informasi

Sumber : Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam

Keterangan : Kasus tersebut telah selesai diproses

Adapun kasus yang sedang dalam proses pemeriksaan diantaranya :

Tabel 3
Kasus-kasus Dalam Penanganan Bapepam

No	Kasus	Jenis Pelanggaran
1	PT Dharmala Sakti Sejahtera Tbk	Keterbukaan Informasi
2	PT Bentoel International Investama Tbk	Keterbukaan Informasi
3	PT Asuransi Bina Dana Artha Tbk	Benturan Kepentingan
4	PT Indo Coopers	Benturan Kepentingan
5	PT Bank Panin Tbk	Perdagangan Saham
6	PT Broadband Multimedia Tbk	Perdagangan Saham
7	Transaksi Saham APLI. Cs	Perdagangan Saham
8	PT Fiskaragung Perkasa Tbk	Insider Trading
9	PT Bank Bali Tbk	Insider Trading
10	PT Fander Investama	Praktek Tanpa Ijin
11	PT Sindar Tekala Sentosa	Praktek Tanpa Ijin

Sumber : Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam

Sedangkan para pihak yang terkena sanksi sehubungan dengan pelanggaran di pasar modal diantaranya :

Tabel 4
Para Pihak Yang Terkena Sanksi Bapepam

Pihak yang Terkena Sanksi	Jumlah	
	2000	2002
Emiten	164	295
Perusahaan Efek	91	26
Manajer Investasi	23	2
Biro Administrasi Efek	9	9
Bank Kustodian	5	2
Direksi, Komisaris dan Perorangan	12	0

Sumber : Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam

2. Penerapan Prinsip *Disclosure* sebagai Sarana Pencegahan Praktek *Insider Trading* Dalam Transaksi Efek

a. Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Sebelum Pernyataan Menjadi Efektif

Pada tahap awal dalam suatu transaksi efek pelaksanaan prinsip *disclosure* bermula pada saat perusahaan memasuki fase Pra Pencatatan Pernyataan Pendaftaran. Masa penyampaian pernyataan pendaftaran sampai pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif oleh Bapepam adalah melalui tiga proses :

1. Pra pendaftaran (proses ekstern) ;
2. Masa tunggu (proses intern Bapepam) ; dan
3. Pasca pernyataan pendaftaran efektif

Ad 1. Pra pendaftaran (*pre registration statement*)

Proses yang dilakukan oleh emiten pada masa pra pendaftaran ini meliputi:

- a. Manajemen perusahaan/emiten menetapkan terlebih dahulu rencana mencari melalui *go publik* ;
- b. Rencana tersebut kemudian dimintakan persetujuan pemegang saham dan perubahan Anggaran Dasar dalam RUPS ;
- c. Penunjukan profesi penunjang dan lembaga penunjang untuk membantu menyipakan kelengkapan dokumen

Ad 2. Masa Tunggu (proses intern Bapepam) atau *waiting period*

Pernyataan pendaftaran yang disampaikan oleh emiten bersama penjamin emisi diterima oleh Bapepam. Pernyataan pendaftaran tersebut harus memenuhi ketentuan peraturan yang dikeluarkan oleh Bapepam yaitu Peraturan No IX.B1. Lampiran Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-28/PM/1994 tanggal 7 September 1994 tentang “Pedoman Bentuk dan Isi Pernyataan Pendaftaran Dalam Rangka Penawaran Umum”, Peraturan No. IX.B1.1. Lampiran Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-28/PM/1994 tentang “Surat Pengantar untuk Pernyataan Pendaftaran Dalam Rangka Penawaran Umum” , Peraturan No.IX.A.1. Lampiran Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-43/PM/1991 tanggal 17 Juli 1991 tentang “Ketentuan Umum Pengajuan Pernyataan Pendaftaran” . Setelah Bapepam menerima Pernyataan Pendaftaran tersebut, maka Bapepam melakukan :

- a. Penelaahan terhadap kelengkapan dokumen emisi ;
- b. Menanggapi dalam waktu 45 hari ;
- c. Mengirimkan kuesioner ;
- d. Dengar pendapat terbatas ;
- e. Pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif

Ad 3. Pasca pernyataan pendaftaran efektif (*post effective period*)

Emiten baru dapat melakukan penawaran umum kepada masyarakat setelah pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif oleh Bapepam. Penawaran umum untuk pertama kalinya adalah melalui pasar perdana. Pada pasar perdana ini, masyarakat baik perseorangan maupun lembaga dapat memperoleh saham emiten setelah melalui tahap pemesanan dan penjatahan. Kelebihan pembayaran terhadap pembelian saham emiten, maka kelebihan dana tersebut akan dikembalikan oleh emiten kepada masyarakat.

Pada fase penyerahan Pernyataan Pendaftaran (*Registration Statement*) yang wajib diserahkan kepada Bapepam terdiri dari prospektus awal dan dokumen-dokumen pendukung. Dalam praktek yang terdapat pada pasar modal di Indonesia, maksud dari disertakannya prospektus awal dimaksudkan untuk memberi kesempatan kepada calon investor memperoleh informasi serta kejelasan tentang segala yang berhubungan dengan kondisi emiten atau perusahaan publik yang sahamnya ditawarkan. Calon investor akan menerima prospektus segera setelah segala kelengkapan diteliti keabsahannya oleh Bapepam. Dalam konteks ini muncul pertanyaan yaitu perlu dibuat suatu ketentuan bagi emiten atau perusahaan publik untuk memberitahukan kapan dan di mana calon investor tersebut dapat memperoleh prospektus awal tersebut ¹⁷.

¹⁷ Prospektus merupakan penawaran tertulis resmi untuk menjual sekuritas yang mencantumkan rencana dari suatu usaha bisnis yang diusulkan, atau fakta-fakta yang menyangkut usaha yang sudah ada dan perlu diketahui oleh seseorang investor agar dapat membuat keputusan dengan pengetahuan yang cukup. Prospektus juga diterbitkan untuk dana bersama yang menjelaskan sejarah, latar belakang para manajer, tujuan penggunaan dana, laporan keuangan dan data esensial lainnya. Prospektus itu berisikan informasi keuangan dan penjelasan dari sejarah bisnis perusahaan, pejabat perusahaan, operasi, perkara hukum (bila ada) serta rencana termasuk penggunaan hasil jual dari emisi. Hasil wawancara dengan Ibu Sri Hasniati, *Corporate Lawyer* pada Biro Konsultan Hukum Soemadipradja & Taher, Jakarta, 27 Maret 2002

Dalam Peraturan IX.C.1 tentang Pedoman mengenai Bentuk dan Isi Pernyataan Pendaftaran dalam rangka Penawaran Umum menyebutkan beberapa jenis dokumen yang harus disiapkan dalam rangka penawaran umum, yakni :

1. Surat pengantar pernyataan pendaftaran ;
2. Prospektus ;
3. Prospektus ringkas yang akan digunakan dalam penawaran umum ; dan
4. Dokumen lain yang diwajibkan sebagai bagian dari pernyataan pendaftaran

Ad 1. Surat pengantar pernyataan pendaftaran

Dokumen ini pada prinsipnya merupakan media penyampaian maksud dari emiten untuk melakukan penawaran umum kepada Bapepam dalam rangka memperoleh pernyataan efektif dari otoritas pasar modal tersebut. Sekurangnya dalam surat tersebut harus dimuat beberapa informasi singkat berkaitan dengan rencana perusahaan untuk melakukan penawaran umum, antara lain :

- a. Keterangan tentang efek yang akan ditawarkan, yang mencakup pula sifat dan jumlah efek yang akan ditawarkan ;
- b. Identitas perusahaan seperti nama, alamat, bentuk hukum, akta pendirian, anggaran dasar, dan izin usaha perusahaan, serta bidang usaha dari perusahaan ;
- c. Masa penawaran umum yang direncanakan ; dan
- d. Daftar dokumen yang dilampirkan dalam surat pengantar pernyataan pendaftaran.

Ad 2. Prospektus

Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal memberikan definisi singkat tentang prospektus, yakni setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek. singkat pengertiannya namun mendalam cakupannya karena ada 2 substansi mendasar yang melatarbelakangi penyusunannya, yakni disusun dalam rangka penawaran umum dan sebagai alat penentu pengambilan keputusan investasi pihak lain. Oleh sebab itu, bentuk dan isi prospektus mendapat pengaturan sedemikian rupa guna menjaga akurasi dan kewajaran dari informasi yang terdapat di dalamnya.

Begitu pentingnya prospektus sehingga dalam pasal 71 Undang-undang Pasar Modal disyaratkan bahwa tidak ada satu pihak pun dapat menjual efek

dalam penawaran umum, kecuali pembeli atau pemesan menyatakan dalam formulir pemesanan efek bahwa pembeli atau pemesan efek telah menerima atau memperoleh kesempatan untuk membaca prospektus berkenaan dengan efek yang bersangkutan sebelum atau pada saat pemesanan dilakukan. hal ini dimaksudkan agar investor mempunyai waktu untuk berpikir sebelum mengambil keputusan investasinya.

Persyaratan tentang bentuk dan isi prospektus dapat dijumpai dalam Peraturan IX.C.2 tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus dalam rangka Penawaran Umum, yang secara singkat mensyaratkan bahwa prospektus harus :

- a. Dibuat sedemikian rupa sehingga jelas dan komunikatif ;
- b. Memuat ringkasan dari fakta-fakta dan pertimbangan-pertimbangan yang paling penting yang harus diungkapkan pada bagian awal prospektus ;
- c. Memuat semua perincian dan fakta material mengenai penawaran umum dari emiten yang dapat mempengaruhi keputusan pemodal ;
- d. Mengungkapkan fakta material secara jelas dengan penekanan yang sesuai dengan bidang usaha atau sektor industri emiten ;
- e. Mengurutkan penyampaian fakta sesuai dengan relevansi fakta tersebut terhadap masalah tertentu ; dan
- f. Menjaga agar penyampaian informasi penting tidak dikaburkan dengan informasi yang kurang penting yang dapat mengakibatkan luput dari perhatian pembaca.

Informasi yang harus dituangkan dalam prospektus itu sendiri sekurangnya harus memuat :

- a. Uraian tentang penawaran umum ;
- b. Tujuan dan penggunaan dana penawaran umum ;
- c. Analisis dan pembahasan mengenai kegiatan dan keuangan perusahaan ;
- d. Resiko usaha ;
- e. Data keuangan
- f. Keterangan dari segi hukum ;
- g. Informasi mengenai pemesanan pembelian efek ; dan
- h. Keterangan tentang anggaran dsar.

Ad 3. Prospektus Ringkas

Pada prinsipnya, persyaratan mengenai bentuk dan isi prospektus ringkas hampir sama dengan prospektus. Kecuali, sesuai dengan namanya, prospektus

ringkas adalah lebih singkat karena tidak membutuhkan halaman sampul dan informasinya tidak sampai serinci prospektus, dan dimaksudkan untuk diumumkan dalam surat kabar. Prospektus ringkas tidak diwajibkan dalam hal penawaran ditujukan kepada pihak tertentu dan sifat penawarannya terbatas.

Ad 4. Dokumen Lain yang Diwajibkan Sebagai Bagian Dari Pernyataan Pendaftaran

Dokumen-dokumen dimaksud terdiri dari :

- a. Rencana jadwal penawaran umum ;
- b. Contoh surat efek ;
- c. Laporan keuangan yang telah diaudit akuntan ;
- d. Surat pernyataan dari emiten di bidang akuntansi ;
- e. Keterangan lebih lanjut tentang prakiraan dan atau proyeksi ;
- f. Laporan pemeriksaan dan pendapat dari segi hukum ;
- g. Riwayat hidup dari komisaris dan direksi ;
- h. Perjanjian penjaminan emisi efek (jika ada) ;
- i. Perjanjian perwaliamanatan (jika ada) ;
- j. Perjanjian penaggungan (jika ada) ;
- k. Perjanjian pendahuluan dengan satu atau beberapa bursa efek (jika akan dicatatkan di bursa efek) ;
- l. Informasi lain sesuai dengan permintaan Bapepam yang dipandang perlu dalam penelaahan pernyataan pendaftaran, sepanjang dapat diumumkan kepada masyarakat tanpa merugikan kepentingan emiten atau pihak lain yang terafiliasi dalam proses penawaran umum ;
- m. Peringkat yang dikeluarkan oleh Perusahaan Pemeringkat Efek atas obligasi atau efek yang bersifat hutang lainnya ; dan
- n. Pernyataan tentang kelengkapan dokumen Penawaran Umum dari emiten, penjamin emisi, dan profesi penunjang pasar modal

Selain dokumen tersebut, Bapepam dapat meminta keterangan lain yang tidak merupakan bagian dari pernyataan pendaftaran, meskipun keterangan tersebut tidak dimaksudkan untuk diumumkan kepada masyarakat. Keterangan dimaksud antara lain seperti :

- a. NPWP dari anggota Dewan Komisaris, Direksi dan Pemegang Saham Utama ;
- b. Fotokopi KTP dan bukti kewarganegaraan, dan fotokopi paspor atau tanda bukti lain bagi orang asing ;
- c. Fotokopi dari Anggaran Dasar para pemegang saham yang bukan perorangan ;

- d. Keterangan lain yang diterima Bapapam dari pihak yang terlibat dalam suatu penawaran umum untuk mendukung kecukupan dan ketelitian dari pengungkapan yang diwajibkan.

Kondisi sekarang yang terjadi pada pasar modal Indonesia adalah tiadanya ketentuan yang secara spesifik mengatur tentang prospektus awal ini. Dalam perkataan lain, perlu dibuat ketentuan yang dapat mengambil alih fungsi prospektus ringkas menjadi prospektus awal. Bapepam dituntut untuk segera mempertimbangkan apakah masih perlu diterapkan pemakaian prospektus ringkas tersebut. Hal tersebut didasarkan empat persoalan diantaranya ¹⁸ :

- a. Walaupun prospektus awal belum memuat informasi tentang harga penawaran dan informasi lain yang berhubungan dengan harga, tetapi kandungan prospektus awal lebih rinci dibandingkan dengan prospektus ringkas ;
- b. Waktu yang tersedia bagi calon investor untuk melakukan kajian tentang prospek perusahaan menjadi lebih panjang ;
- c. Melalui prospektus awal, emiten atau perusahaan publik dapat melakukan lajian terhadap kondisi pasar yang lebih interaktif dan dialogis secara lebih dini ; dan
- d. Bapepam dapat mempergunakan prospektus awal ini untuk memacu kontrol sosial atas kualitas keterbukaan emiten atau perusahaan efek.

Persoalan untuk mendapatkan prospektus yang demikian bukan hanya ada dalam kegiatan di pasar modal Indonesia, tetapi juga berlaku pula di Amerika Serikat. Dalam praktek perdagangan saham ,setiap calon invetor dalam penawaran umum perdana seharusnya menerima *copy* prospektus awal pada saat yang wajar menjelang tanggal efektif. Di Amerika Serikat ¹⁹, persoalan untuk mendapatkan prospektus telah menjadi perhatian sebab pada dalam praktek pialang yang melakukan penjualan selama periode sebelum prospektus menjadi efektif, bisa tidak pernah melihat prospektus awal. Selain itu, pialang kadang-kadang tidak dapat menyediakan *copy* prospektus untuk para nasabahnya. Persoalan tersebut coba diatasi berdasarkan ketentuan SEC (*Securities Exchange Commision*) yang menetapkan :

¹⁸ *Ibid*

¹⁹ Hasil wawancara dengan Bp Janto Sujanto, staff Biro Pemeriksaan dan Penyedikan Bapepam, Jakarta, 14 November 2001

- a. Para pihak yang menjamin emisi seharusnya mengambil langkah-langkah yang wajar untuk memberikan prospektus kepada siapa saja yang memerlukan ;
- b. Setiap pialang yang diharapkan untuk menawarkan penjualan saham, yang Pernyataan Pendaftarannya telah diajukan seharusnya diberikan *copy* prospektus awal dan perubahan prospektus awal. Bila pialang diharapkan untuk menawarkan saham sesudah tanggal efektif, maka mereka pertama sekali harus menerima suatu *copy* dari prospektus final ; dan
- c. Penjamin emisi (*under writer*) seharusnya mengambil langkah-langkah yang wajar untuk mengetahui apakah pihak lain dalam penawaran menerima *copy* yang cukup dari berbagai versi prospektus untuk memungkinkan mereka melaksanakan persyaratan dan amandemen Peraturan 460. Selanjutnya, para penjamin emisi harus melengkapi setiap *dealer* dengan prospektus secukupnya untuk memungkinkan *dealer* melaksanakan kewajiban penyerahan saham setelah Pernyataan Pendaftaran Efektif.

Ketiga pemikiran tersebut merupakan jalan keluar yang penting mengatasi permasalahan untuk mendapatkan prospektus. Kondisi yang hendaknya disikapi dengan pemahaman dari perkembangan peraturan pasar modal di negara maju. Pemahaman yang menjadi perhatian adalah penegakan hukum terhadap prinsip *disclosure* harus sejalan dengan yang diinginkan hukum pasar modal dan penegakannya juga harus memperhatikan aspek lain di luar ketentuan yang berada di luar hukum pasar modal.

Salah satu aspek yang perlu dicermati sehubungan dengan fungsi prospektus sebagai bentuk perlindungan investor adalah mengenai saat dan cara penyampaian prospektus. Di Indonesia Rancangan Prospektus diserahkan kepada Bapepam yang dalam hal ini emiten atau perusahaan publik mengadakan *expose* terbatas pada Bapepam mengenai kelengkapan dokumen, kecukupan dan kejelasan informasi serta dipenuhinya prinsip *disclosure* lainnya dari aspek hukum, akuntansi, keuangan dan manajemen emiten. Sehubungan dengan ketentuan mengenai penyampaian prospektus, Bapepam telah mengeluarkan peraturan pendukung yakni ²⁰:

²⁰ Sumber : Biro Perundang-undangan dan Bantuan Hukum Bapepam

- a. Peraturan Nomor IX.A.8 tentang Prospektus Awal Dan Info Memo Penyempurnaan Keputusan Ketua Bapepam Nomor : Kep-113/PM/1996 tanggal 114 Desember 1998
- b. Peraturan Nomor IX. C.3 tentang Pedoman Mengenai Bentuk Dan Isi Prospektus Ringkas Dalam rangka Penawaran Umum yang merupakan Penyempurnaan Keputusan Ketua Bapepam Nomor : Kep-51/PM/1996 tanggal 17 Januari 1998
- c. Peraturan Nomor IX.D.3 tentang Pedoman Mengenai Bentuk Dan Isi Prospektus Dalam Rangka Penerbitan hak Memesan Efek Terlebih Dahulu yang merupakan Penyempurnaan Keputusan Ketua Bapepam Nomor : Kep-43/PM/1997 tanggal 30 April 1997

Setelah menelaah kelengkapan dokumen-dokumen Pernyataan Pendaftaran, Bapepam akan menanggapi dalam waktu 45 hari. Apabila Bapepam tidak melakukan sesuatu, maka Pernyataan Pendaftaran tersebut menjadi efektif dengan sendirinya pada hari ke 45 sejak diterimanya Pernyataan Pendaftaran oleh Bapepam secara lengkap. Pada pasal 74 ayat 1 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dinyatakan bahwa Pernyataan Pendaftaran menjadi efektif pada hari ke 45 (keempat puluh lima) sejak diterimanya Pernyataan Pendaftaran secara lengkap atau pada tanggal yang lebih awal jika dinyatakan efektif oleh Bapepam. Dalam penjelasan pasal 74 ayat 1 ini disebutkan, bahwa ketentuan ini dimaksudkan agar emiten memperoleh kepastian bahwa dalam hal Pernyataan Pendaftaran yang disampaikan kepada Bapepam telah lengkap dan memenuhi persyaratan dan prosedur yang telah ditetapkan, apabila Bapepam tidak melakukan sesuatu, Pernyataan Pendaftaran tersebut menjadi efektif dengan sendirinya pada hari ke 45 (keempat puluh lima) dan pasal 75 Undang-undang Pasar Modal.

Sebelum Pernyataan Pendaftaran menjadi efektif, emiten berkesempatan untuk secara luas memperkenalkan kepada calon investor dan masyarakat saham yang dimilikinya. Tindakan tersebut lazim dilakukan sebagaimana pula yang berlaku di banyak negara sebagaimana di Indonesia yakni dengan tindakan yang dinamakan *public expose*. *Public expose* ini dimaksudkan untuk menarik perhatian investor, khususnya investor potensial sedangkan informasi yang disampaikan bukan informasi yang bersifat material karena apabila informasi yang disampaikan sudah bersifat material maka ada kecenderungan telah

dilanggarnya ketentuan yang tidak memperbolehkan suatu informasi yang bersifat material diberikan kepada publik di samping itu ada kecenderungan terjadinya praktek-praktek *illegal* dalam lingkup pasar modal. Dengan adanya *public expose* ini emiten atau perusahaan publik akan bertanggung jawab terhadap informasi yang tidak benar atau menyesatkan. Sehingga apabila dalam tahap selanjutnya Pernyataan Pendaftaran memuat informasi yang tidak benar tentang fakta material atau tidak memuat informasi tentang fakta material sesuai dengan ketentuan undang-undang dan peraturan pelaksanaannya yang mengakibatkan terjadinya informasi yang menyesatkan maka ²¹ :

- a. Setiap pihak yang menandatangani Pernyataan Pendaftaran ;
- b. Direktur dan komisaris emiten pada waktu Pernyataan Pendaftaran menjadi efektif ;
- c. Penjamin Pelaksana Emisi Efek ; dan
- d. Profesi Penunjang Pasar Modal atau Pihak lain yang memberikan pendapat atau keterangan dan atas persetujuannya dimuat dalam Pernyataan Pendaftaran

Wajib bertanggung jawab, baik secara sendiri-sendiri maupun bersama-sama atas kerugian yang timbul akibat perbuatan dimaksud. Ketentuan yang mengatur promosi saham di Indonesia menetapkan, bahwa semua iklan, brosur penjualan dan informasi media komunikasi massa yang ditujukan kepada masyarakat sehubungan dengan kegiatan dalam pasar modal harus merupakan fakta. Penyampaian informasi tersebut bertujuan untuk mempermudah penilaian atas efek, jenis efek, industri tertentu, jasa yang ditawarkan, serta minat untuk melakukan investasi dalam efek pada umumnya dengan lima persyaratan ²²:

- a. Tidak ada fakta atau kualifikasi material yang diabaikan, jika hal tersebut mengakibatkan iklan, brosur penjualan atau media komunikasi massa lainnya menyesatkan atau dalam hubungannya dengan keterangan lain yang disajikan ;
- b. Dalam memberikan rekomendasi untuk efek tertentu, pemegang izin usaha harus menjelaskan harga dan waktu rekomendasi dan jika ada, fakta bahwa : pihak pemegang iizin usaha secara teratur membeli dan menjual efek yang disarankan untuk rekeningnya sendiri dan yang

²¹ Hasil wawancara dengan Bp Sutrisno, *Kabag Bantuan Hukum & Litigasi Bapepam*, Jakarta, 27 Maret 2002

²² *Ibid*

bersangkutan atau pihak yang terafiliasi yang memiliki efek tersebut yang jumlahnya lebih dari Rp 2.000.000,00

- c. Iklan atau brosur tidak boleh memberikan janji atas hasil tertentu, atau pernyataan atau memberikan pujian atau pendapat yang tidak dapat dipertanggungjawabkan atau yang tidak masuk akal, atau ramalan-ramalan yang tidak jelas dasarnya dan diberi judul proyeksi ;
- d. Setiap penawaran untuk memperoleh laporan, analisis atau jasa lain harus diberikan sesuai persyaratan yang dinyatakan dalam penawaran tersebut ; dan
- e. Tidak diperbolehkan membuat pernyataan mengenai sarana atau kapasitas analisis atau penelitian yang dapat dilaksanakan melebihi yang sebenarnya dimiliki.

Selain masalah mengenai pernyataan Pendaftaran yaitu berhubungan dengan penerapan prinsip *disclosure* menyangkut standar *due dilligence* terhadap tanggung jawab lembaga dan profesi penunjang pasar modal sebagaimana diatur dalam pasal 80 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. *Due dillegence* merupakan penelaahan secara menyeluruh dan mendalam terhadap satu perusahaan yang ditinjau dari berbagai aspek termasuk keuangan, struktur bisnis dan perencanaanya. Bila suatu perusahaan akan *go public*, maka pihak-pihak yang berkepentingan seperti penjamin emisi akan melakukan *due dilligence*. Pada hakekatnya proses *due dilligence* ini dilakukan dengan maksud ²³:

- a. Menyediakan informasi yang lengkap dan benar bagi para investor untuk melindungi perusahaan-perusahaan yang jujur, yang mencari dana dengan menjual efek yang didukung dengan penyajian data yang lengkap dan benar serta melindungi mereka dari persaingan yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang tidak jujur yang menawarkan sekuritas melalui promosi yang didasarkan pada manipulasi data dan informasi yang menyesatkan ;
- b. Mengembalikan rasa percaya bagi calon investor dan meningkatkan kemampuan mereka untuk memilih sekuritas perusahaan-perusahaan yang sehat dan untuk memberi jalan bagi perusahaan lain untuk meningkatkan produktivitasnya di bidang industri yang dijalankannya, terutama perusahaan yang sedang berkembang yang perlu menghimpun dana untuk meningkatkan modalnya ; dan
- c. Mencegah berlanjutnya eksploitasi dana masyarakat melalui penjualan sekuritas perusahaan-perusahaan yang 'tidak sehat', penjualan dengan jalan melakukan penipuan tentang fakta material dan penjualan

²³ Hasil wawancara dengan Bp Erry TP Hidayat, *Senior Auditor Coordinator of Unusual Transaction Audit BEJ*, Jakarta, 27 Maret 2002

sekuritas yang tidak berharga melalui pemberian informasi yang tidak benar tentang keadaan perusahaan.

Secara teori ada tiga jenis *due dilligence* yang diperlukan dalam proses yang diperlukan dalam proses penawaran umum, yaitu *legal*, bisnis dan *financial due dilligence*. *Legal due dilligence* akan difokuskan pada masalah hukum yang potensial dan mempunyai pengaruh besar terhadap penawaran umum yang akan dilakukan dan juga mempengaruhi bagaimana bentuk penawaran yang akan dilakukan. Di samping itu, *due dilligence* bisnis akan difokuskan pada isu-isu penting dan strategis dalam penawaran umum, misalnya jumlah pelanggan perusahaan, hubungan pekerjaannya dan masalah-masalah bisnis lainnya yang berhubungan dengan proses penawaran umum. Sedangkan *finacial due dilligence* dititik beratkan pada masalah keuangan yang ukurannya cukup material bila dihubungkan dengan bisnis perusahaan.

1. *Due Dilligence* Masalah Hukum (*Legal Due Dilligence*)

Pada proses *legal due dilligence*, penasehat hukum akan memeriksa seluruh dokumen yang berkaitan dengan struktur penawaran dan yang akan mempengaruhi harga efek yang akan diterbitkan, mengantisipasi masalah-masalah hukum yang akan membawa tanggungjawab bagi perusahaan setelah penawaran umum dilaksanakan, dan mempersiapkan segala persyaratan dan ketentuan yang harus dipenuhi dari lembaga dan badan pemerintah, dari pihak-pihak yang lainnya seperti pemegang hak lisensi, pemilik tanah dan sebagainya.

Pada waktu *legal due dilligence* berlangsung, penasehat hukum akan melakukan apa saja yang dianggap penting dalam hubungannya dengan rencana penawaran umum efek perusahaan. Hal-hal yang menjadi perhatian penasehat hukum perusahaan antara lain :

- a. Dokumen-dokumen penting perusahaan
Dalam memeriksa dokumen perusahaan ini penasehat hukum akan memeriksa keabsahan semua dokumen tersebut seperti izin-izin dari lembaga pemerintah, sertifikat tanah dan bangunan, lisensi-lisensi dan juga masalah-masalah yang berkaitan dengan lingkungan hidup
- b. Akta pendirian dan perubahan-perubahan lainnya
Penasehat hukum akan melakukan penilaian terhadap akta pendirian perusahaan dan segala perubahannya untuk memastikan bahwa tidak

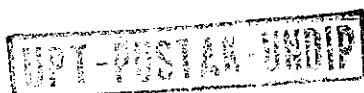
ada perubahan yang menyebabkan kerugian bagi perusahaan, seperti pengendalian perusahaan, tata cara pemilihan dewan komisaris dan anggota direksi dan sebagainya

- c. Anggaran dasar perusahaan beserta perubahan-perubahannya
Anggaran dasar perusahaan merupakan hal lain yang menjadi perhatian penasehat hukum, anggaran dasar ini harus diteliti agar tidak ada ketentuan dalam pasal-pasal yang akan membawa akibat yang kurang baik bagi proses penawaran umum efek perusahaan
- d. Catatan-catatan/ risalah rapat, termasuk usulan-usulan dan juga risalah rapat direksi dan rapat umum pemegang saham
Risalah-risalah ini penting bagi penasehat hukum karena dari catatan tersebut dapat diketahui bagaimana keputusan rapat diambil oleh para direksi dan pemegang saham. Juga akan diketahui apa saja yang terjadi sewaktu rapat tersebut berlangsung
- e. Perjanjian hutang
Penasehat hukum akan melakukan perjanjian-perjanjian hutang yang dilakukan perusahaan dengan pihak lain, jika ada, untuk memastikan bahwa tidak ada perjanjian yang akan berakibat tidak baik terhadap perusahaan di masa yang akan datang.
- f. Proses hukum yang sedang berjalan dan yang mungkin akan terjadi
Penasehat hukum akan membuat daftar masalah litigasi atau gugatan hukum yang dihadapi perusahaan atau yang mengancam kelancaran bisnis perusahaan, termasuk gugatan yang sedang ditunda atau yang kemungkinan akan terjadi. Juga akan dibuat daftar perjanjian penyelesaian sengketa dan hasil-hasil keputusan arbitrase yang berakibat bagi perusahaan, demikian pula surat menyurat yang dilakukan dengan lembaga-lembaga pemerintah.

2. *Due Dilligence* Masalah Keuangan (*Financial Due Dilligence*)

Due dilligence masalah keuangan ini akan dilakukan oleh akuntan perusahaan dan dalam proses tersebut manajemen perusahaan akan didampingi oleh konsultan keuangan perusahaan, dalam hal ini penasehat hukum juga akan memberikan advis mengenai hal-hal yang diperlukan yang menyangkut masalah hukum. Dalam *due dilligence* masalah keuangan ini manajemen perusahaan harus memperhatikan hal-hal sebagai berikut :

- a. Laporan keuangan perusahaan ;
- b. Asumsi-asumsi yang mendasari laporan keuangan tersebut ;
- c. Perjanjian-perjanjian pinjaman atau perjanjian sewa (bila ada) ;
- d. Stabilitas keuangan perusahaan ;



- e. Evaluasi tentang resiko keuangan ;
- f. Nilai aset perusahaan yang akurat ;
- g. Dana pensiun dan benefit lainnya ; dan
- h. Alokasi biaya.

3. *Due Dilligence* Masalah Bisnis (*Business Due Dilligence*)

Di samping hal-hal tersebut di atas para penjamin emisi dan lembaga penunjang lainnya perlu memperhatikan masalah bisnis perusahaan dan untuk itu mereka akan melakukan *due dilligence* masalah bisnis (*business due dilligence*). Dalam *due dilligence* masalah bisnis yang harus diperhatikan adalah hal-hal sebagai berikut :

- a. Latar belakang perusahaan ;
- b. Operasional perusahaan ;
- c. Pasar ;
- d. Pelanggan dan hubungan dengan pelanggan ;
- e. Manajemen dan pegawai ;
- f. Fasilitas yang dimiliki perusahaan ;
- g. Aset, persediaan dan mesin-mesin ;
- h. Perencanaan dan pengawasan intern ;
- i. Pemasaran ; dan
- j. Lingkungan bisnis.

Seperti telah dikatakan di atas, semua proses *due dilligence* tersebut dilaksanakan oleh pihak-pihak dengan tujuan untuk melakukan penelitian yang mendalam tentang segala aspek penting dari perusahaan dan juga untuk mempersiapkan diri membuat dasar pembelaan bila ada gugatan hukum yang dilakukan terhadap mereka.

Pihak-pihak yang terlibat dalam Pernyataan Pendaftaran terdiri dari lembaga-lembaga dan profesi penunjang pasar modal, seperti penjamin emisi, akuntan, konsultan hukum, penilai, notaris, dan profesi lain yang ditetapkan dengan Peraturan Pemerintah. Oleh karena itu, lembaga dan profesi penunjang pasar modal harus melaksanakan prinsip *disclosure* dengan mengungkapkan segala informasi yang mengandung fakta material dari emiten. Di samping itu, undang-undang juga mewajibkan lembaga dan profesi penunjang pasar modal untuk bertanggung jawab terhadap pekerjaan sesuai dengan profesi mereka dalam hal terjadinya pelanggaran terhadap penerapan prinsip *disclosure* seperti

penyajian fakta yang tidak benar dalam prospektus emiten yang dibuat oleh lembaga dan profesi penunjang pasar modal.

Di samping itu, untuk keperluan *due dilligence* terdapat standar yang harus dipenuhi oleh profesi penunjang pasar modal. Misalnya *due dilligence* yang dilaksanakan oleh profesi penunjang pasar modal harus sesuai dengan standar yang telah ditetapkan asosiasi profesi tersebut, seperti Standar Pemeriksaan Hukum dan Pendapat Hukum yang dikeluarkan Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal dan Standar Permeriksaan Akuntansi yang dikeluarkan Ikatan Akuntan Indonesia.

Dalam konteks *due dilligence* tentang keuangan, peranan akuntan sebagai profesi penunjang pasar modal dalam pelaksanaan prinsip *disclosure* di pasar modal adalah untuk memastikan bahwa tidak ada fakta material mengenai keuangan perusahaan yang tidak dicantumkan dalam Pernyataan Pendaftaran. Kepastian tersebut dilakukan dengan *due dilligence* keuangan (*financial due dilligence*)²⁴. Untuk menjalankan perannya tersebut, akuntan melakukan evaluasi terhadap aspek keuangan perusahaan yang akan *go public* atau melakukan *due dilligence* mengenai seluruh aspek keuangan dan pembukuan perusahaan untuk tahun buku yang sedang berjalan dan tahun buku sebelum penawaran umum.

Di samping itu, akuntan harus memperhatikan dengan teliti jalannya penilaian yang dilakukan perusahaan penilai yang menilai perusahaan guna menghindari kemungkinan terjadinya penipuan dalam penilaian tersebut antara lain terjadinya *mark up* atau menaikkan nilai perusahaan dari nilai yang sebenarnya atau perbaikan pembukuan perusahaan dengan mencantumkan angka-angka yang tidak benar agar perusahaan tampak sehat. Apabila diperhatikan pelaksanaan prinsip *disclosure* dalam aspek keuangan setidaknya terdapat lima permasalahan dalam evaluasi keuangan²⁵ :

- a. Opini akuntan
Dalam beberapa hal, opini akuntan publik belum sepenuhnya mengacu pada standar auditing.
- a. *Accounting policy*

²⁴ Erry TP Hidayat, *opcit*

²⁵ *Ibid*

Pemahaman tentang *accounting policy* masih belum memuaskan. *Accounting policy* yang diungkapkan masih sering belum lengkap, di mana hal-hal penting masih sering terlupakan seperti prinsip konsolidasi, penggabungan usaha.

b. Konsistensi penerapan standar akuntansi

Salah satu ciri dari praktek akuntansi yang dilakukan oleh perusahaan *go public* adalah adanya perubahan penerapan standar dari yang tidak diterima umum kepada yang lebih diterima umum. Perubahan ini mempengaruhi konsistensi yang harus diungkapkan, namun keadaan ini sering tidak terungkap dan diabaikan.

c. Perubahan penerapan standar akuntansi

Pengaruh atas perubahan standar akuntansi perlakuannya masih belum seragam. Terhadap permasalahan yang sama, sebagian akuntan tidak melakukan *restatement* atas laporan keuangan yang lalu, sebagian lainnya melakukan penyesuaian laporannya terdahulu. Hal ini perlu mendapat perhatian dari para akuntan agar terdapat keseragaman penerapan standar akuntansi

d. Pemilihan alternatif standar yang agresif

Masih ditemukan bahwa dalam pemilihan penerapan standar akuntansi, akuntan publik cenderung untuk memilih alternatif yang paling menguntungkan perusahaan bukan didasarkan atas kriteria objektif.

Permasalahan yang berkenaan dengan penerapan standar akuntansi paling perlu mendapat perhatian. Penekanan terhadap permasalahan standar akuntansi itu sesuai dengan adanya pemberlakuan standar akuntansi bagi perusahaan yang akan *go publik*. Hal ini penting mengingat bentuk-bentuk pelanggaran yang terjadi dalam lingkup pasar modal paling sering terjadi adalah pelanggaran pada sektor keuangan. Pihak-pihak yang bermain dalam pasar modal berusaha untuk dengan segala cara memanfaatkan celah-celah yang ada dengan tujuan memperoleh keuntungan.

Perspektif tindakan yang dilakukan khususnya oleh orang dalam (*insider*) secara luas telah berkembang menjadi praktek bisnis dengan bermotifkan usaha memanfaatkan kelemahan atau lubang hukum (*legal loopholes*). Praktek semacam ini dalam banyak hal tidak dapat dikategorikan *illegal*, namun pada kenyataannya bisa mengakibatkan kerugian yang tidak sedikit. Di samping itu pelanggaran oleh orang dalam (*insider*) tersebut juga dapat dikaitkan dengan strategi bisnis yang tidak sehat (*unfair business practices*). Modus operandi yang dilakukan berorientasi pada bagaimana memenangkan pasar dengan segala cara.

Akibat pelanggaran yang dilakukan tersebut, pihak otoritas pasar modal memberikan sanksi diantaranya dengan diterapkannya tindakan *delisting* yaitu suatu tindakan pengeluaran pencatatan suatu efek yang tercatat di bursa efek. Hal ini dilakukan biasanya untuk saham-saham suatu emiten yang tidak diperdagangkan dalam rentang waktu tertentu (tidak likuid) atau emiten saham tersebut merugi terus menerus selama tiga tahun dan/atau beberapa kondisi lainnya. Pada umumnya, penghapusan pencatatan suatu perusahaan dari bursa dapat disebabkan hal-hal sebagai berikut :

- a. Pengenaan sanksi oleh Bapepam ;
- b. Permohonan dari perusahaan tercatat ;
- c. Perusahaan yang tercatat dinyatakan pailit oleh instansi yang berwenang ;
- d. Perusahaan tercatat dicabut perizinannya ; dan
- e. Perusahaan tercatat terkena kriteria *delisting* yang ditetapkan oleh bursa.

Berikut adalah daftar emiten atau perusahaan publik yang telah di *delist* dari BEJ :

Tabel 5
Daftar Emiten Yang Telah Di *delist* Dari BEJ

No	Nama Emiten	Delisting	Keterangan
1	Singer Indonesia	5-5-1993	3 th berturut-turut rugi
2	Prodenta Indonesia	27-4-1994	jumlah pemegang shm <100
3	Unitex Indonesia	27-4-1994	jumlah pemegang shm <100
4	Pfizer Indonesia	27-4-1994	jumlah pemegang shm <100
5	Textronic Permai Elec	19-5-1995	saldo rugi dr modal disetor
6	Praxair Indonesia	15-1-1996	3 th berturut-turut tdk bagi deviden tunai
7	Unitex Indonesia	4-7-1997	jumlah pemegang shm <100
8	Bank Surya	12-3-1999	likuidasi/ekuitas <3 m/saldo rugi 50%
9	Bank Umum Nasional	12-3-1999	likuidasi/ekuitas <3 m/saldo rugi 50 %
10	BDNI	12-3-1999	likuidasi/ekuitas <3 m/saldo rugi 50%
11	Bank Modern	12-3-1999	likuidasi/ekuitas <3 m/saldo rugi 50 %
12	Perdana Inti Investama	12-3-1999	likuidasi/ekuitas <3 m/saldo rugi 50%
13	Great Golden Star	12-3-1999	ekuitas <3 m/saldo rugi 50%
14	Dharmindo Adiduta	12-3-1999	tdk ada transaksi 6 bln berturut-turut
15	Dharmala Agrifood	12-3-1999	ekuitas < 3m/saldo rugi 50%
16	Ometraco Corp	12-3-1999	ekuitas <3m/saldo rugi 50%
17	Intinusa Selaras	12-3-1999	ekuitas <3m/saldo rugi 50%
18	Bank Papan Sejahtera	1-4-1999	Bank terlikuidasi
19	Bank BIRA	1-4-1999	Bank terlikuidasi
20	Bank Umum Servitia	1-4-1999	Bank terlikuidasi
21	Bank Mashill Utama	1-4-1999	Bank terlikuidasi
22	Bank Arya Panduarta	1-4-1999	Bank terlikuidasi
23	Bank Bahari	1-4-1999	Bank terlikuidasi
24	Bank Ficorinvest	1-4-1999	Bank terlikuidasi

Sumber : Divisi Riset, Pencatatan & Pengembangan BEJ

b. Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Pada Perdagangan Saham Di Pasar Perdana

Pada perdagangan saham yang berlangsung di pasar perdana timbul masalah terhadap pelaksanaan prinsip *disclosure* yang berpangkal pada penyampaian informasi penawaran saham melalui prospektus. Terhadap hal ini, sesuai dengan pengaturan hukum mengenai prospektus terdapat aturan yang melarang prospektus memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta material. Fakta material mana adalah fakta atau informasi penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut. apabila hal tersebutm dipenuhi oleh segenap pelaku industri pasar modal niscaya dambaan akan terciptanya suatu pasar yang berjalan teratur, wajar dan transparan. Namun, terhadap fakta material itu masih muncul tuntutan yang berkaitan dengan keakuratan informasi prospektus.

Alasan tuntutan tersebut didasarkan sulitnya memperoleh informasi yang nilai keakuratan yang tinggi dari prospektus. Sebelum berinvestasi, para investor hendaknya memperhatikan hal-hal yang berkaitan dengan informasi emiten atau perusahaan publik yang terdapat dalam prospektus. Hal-hal yang menjadi fokus oerhatian tersebut diantaranya :

- a. Informasi tersebut belum siap pakai.
Informasi yang disajikan dalam sebuah prospektus pada umumnya merupakan informasi yang belum baku sehingga masih harus dianalisis serta membutuhkan interpretasi sehingga dapat dipergunakan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan. Sebagai contoh, terhadap laporan keuangan, investor harus melakukan analisis tentang pos-pos dalaam laporan keuangan itu sendiri, perkembangan perusahaan dari tahun ke tahun, serta membandingkan laporan keuangan yang ada dengan perusahaan sejenis lainnya ;
- b. Informasi banyak bersifat kualitatif
Data yang terdapat dalam prospektus banyak yang bersifat kualitatif yang tentunya akan banyak berpengaruh terhadap jalannya usaha perusahaan di masa yang akan datang. Misalnya informasi tentang manajemen perusahaan, rencana-rencana yang akan dilaksanakan perusahaan di masa yang akan datang. Investor hendaknya mengambil pertimbangan tertentu sehingga analisis yang dilakukan dapat menghasilkan kesimpulan yang tepat ;
- c. Informasi yang bersifat kualitatif dibuat berdasarkan taksiran.

Dalam banyak hal, informasi yang bersifat kualitatif yang diungkapkan dalam prospektus dibuat berdasarkan taksiran atau metode-metode penilaian sehingga dalam membaca prospektus sangat diperlukan pertimbangan untuk mengambil keputusan apakah keputusan tersebut relevan dan dapat diandalkan ;

d. Informasi yang disajikan banyak berupa informasi masa lalu

Dalam prospektus, informasi yang disajikan lebih banyak memuat data dan informasi masa lalu perusahaan daripada mengungkapkan tentang perkiraan (proyeksi) perusahaan mendatang. Hal ini tidak menguntungkan investor mengingat kondisi perusahaan yang berubah setiap saat akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan sehingga investor pun akan berpikir ulang untuk berinvestasi.

Seharusnya emiten atau perusahaan publik yang menawarkan sahamnya dalam pembuatan prospektus mengindahkan ketentuan yang di berlakukan sesuai dengan pasal 81 ayat 1 Undang-undang No 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal sehingga ketidak akuratan informasi dalam prospektus tersebut tidak akan terjadi. Pasal 81 ayat 1 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyatakan bahwa Setiap pihak yang menawarkan atau menjual efek dengan menggunakan prospektus atau dengan cara lain, baik tertulis maupun lisan, yang memuat informasi yang tidak benar tentang fakta material atau tidak memuat informasi tentang fakta material dan pihak tersebut mengetahui atau sepatutnya mengetahui mengenai hal tersebut wajib bertanggung jawab atas kerugian yang timbul akibat perbuatan dimaksud.

Fungsi prospektus sangat penting bagi setiap investor mengingat prospektus memberikan pengetahuan yang cukup dan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam membuat keputusan untuk membeli suatu saham, maka bentuk atau isi dan saat penyampaian prospektus kepada calon investor memerlukan pengaturan yang cukup sehingga dapat bermanfaat sebagai salah satu cara melindungi investor dari praktek-praktek pelanggaran pasar modal seperti *insider trading* dan manipulasi pasar. Masalah yang dapat menjadi persoalan adalah berkenaan dengan informasi mengenai informasi proyeksi emiten. Informasi proyeksi yang digambarkan emiten dalam prospektus merupakan informasi yang bersifat informasi masa lalu perusahaan daripada mengungkapkan tentang proyeksi perusahaan mendatang.

Penyampaian informasi proyeksi perusahaan dalam prospektus berkaitan dengan ketentuan penyampaian informasi proyeksi yang harus dimuat dalam prospektus. Keputusan Ketua Bapepam yaitu Peraturan Nomor IX.B.1 tentang Pedoman mengenai Bentuk dan Isi Pernyataan Pendaftaran Perusahaan Publik atau Peraturan Pedoman mengenai Bentuk dan Isi Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum serta Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-51/PM/1996 tentang Pedoman mengenai Bentuk dan Isi Prospektus dan Prospektus Ringkas Dalam Rangka Penawaran Umum, tidak memuat secara rinci mengenai materi apa saja yang harus disampaikan dalam penyampaian informasi proyeksi perusahaan dalam Pernyataan Pendaftaran atau prospektus dalam proses penawaran umum. Bahkan ketentuan penyampaian informasi proyeksi tersebut tidak secara tegas mengatur mengenai kewajiban emiten atau perusahaan publik menyampaikan informasi proyeksi perusahaan.

Mengenai proyeksi perusahaan ini kita dapat mengambil pelajaran dari kasus PT Telekomunikasi Indonesia (PT Telkom) pada saat melakukan penawaran umum untuk mendaftarkan sahamnya di *New York Stock Exchange*²⁶. Ketentuan yang berlaku di *New York Stock Exchange* mensyaratkan bagi emiten atau perusahaan yang hendak melakukan penawaran umum perdana diwajibkan untuk membuat proyeksi yang menyangkut proyeksi dalam bentuk informasi keuangan yang prospektif tetapi dikaitkan dengan proyeksi pada masa mendatang seperti inflasi, pajak, perubahan tarif, depresiasi rupiah dll. Pada pasar modal yang berlaku di Indonesia tampaknya belum menyentuh hingga ke permasalahan secara luas. Proyeksi semacam itu dikenal sebagai *forward looking statement* yang di dalamnya mengandung unsur-unsur sebagai berikut :

- a. Pernyataan yang berisi proyeksi keuntungan, pendapatan perusahaan, biaya modal, dividen, struktur permodalan dan hak-hak keuangan lainnya ;
- b. Pernyataan tentang rencana manajemen dan tujuan operasi di masa depan ;
- c. Pernyataan tentang kinerja ekonomi masa depan, yang berisi pembahasan manajemen dan analisa keuangan serta hasil-hasil operasi ; dan

²⁶ Prospektus PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) tanggal 2 Oktober 1995

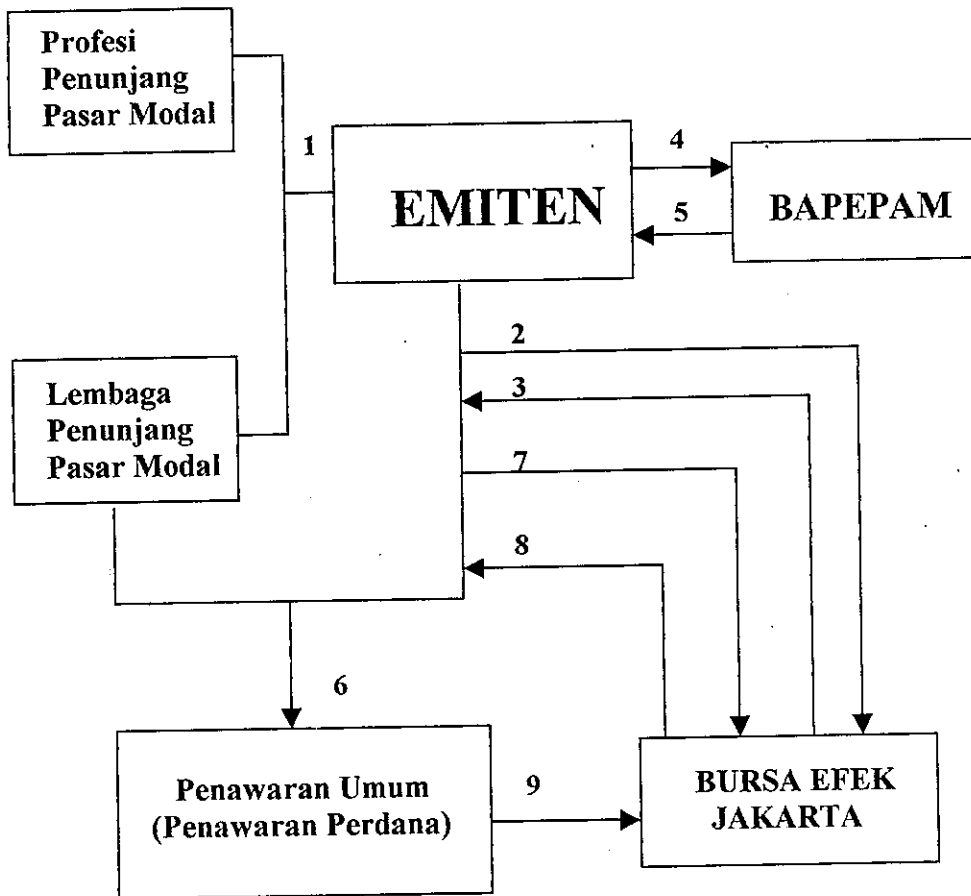
- d. Pernyataan yang didasarkan atas prinsip-prinsip *disclosure* tentang asumsi yang berdasarkan dan berhubungan dengan pernyataan pertama, kedua dan ketiga di atas.

Adanya ketentuan tersebut dapat secara efektif menghindarkan terjadinya pelanggaran dan perbuatan curang. Pendeteksian secara dini akan memudahkan mengungkap terjadinya indikasi pelanggaran yang dibuat oleh orang dalam (*insider*). Hal ini tidak mengherankan karena orang dalam merupakan pihak yang bersinggungan langsung dengan proses perdana dalam transaksi efek ini. Beberapa alasan dapat dikemukakan berkenaan dengan pelanggaran yang dilakukan oleh orang dalam (*insider*) bila terjadi pelanggaran diantaranya :

- a. Para pihak yang masuk dalam klasifikasi orang dalam (*insider*) mengetahui secara langsung informasi meterial yang disajikan ;
- b. Orang dalam (*insider*) berada pada kondisi mengetahui harga saham yang ditawarkan ;
- c. Informasi yang tersaji merupakan informasi yang berasal dari perusahaan yang sahamnya tercatat dengan perusahaan lainnya ;
- d. Informasi material belum waktunya untuk di *disclose* kepada masyarakat.

Alur penelusuran terhadap transaksi efek tersebut dapat digambarkan sebagai berikut :

Bagan 6 Prosedur Pencatatan Efek



Keterangan :

1. Profesi Penunjang Pasar Modal membantu Emiten dalam menyiapkan kelengkapan dokumen
2. Emiten mengajukan permohonan Kontrak Pendahuluan
3. Kontrak Pendahuluan antara Emiten dengan Bursa Efek ditandatangani
4. Emiten mengajukan pernyataan pendaftaran ke Bapepam
5. Bapepam mengeluarkan pernyataan pendaftaran efektif
6. Emiten dan Lembaga Penunjang Pasar Modal melakukan Penawaran Umum
7. Emiten mengajukan permohonan pencatatan di Bursa Efek
8. Persetujuan Pencatatan dan Pengumuman di Bursa
9. Perdagangan efek di Pasar Sekunder (Bursa Efek Jakarta)

c. Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Pada Perdagangan Saham di Pasar Sekunder

Pada perdagangan saham, tahap akhir dari rangkaian proses *go public* adalah *listing* yaitu pencatatan efek di bursa efek setelah Pernyataan Pendaftaran efektif dan emiten atau perusahaan publik dengan penjamin emisi telah melakukan penawaran umum. Setelah efeknya tercatat di bursa ini, maka efek (saham) secara resmi dapat diperdagangkan di pasar sekunder atau melalui bursa efek. Setelah *listing*, emiten atau perusahaan publik masuk ke pasar sekunder dan harga saham yang diperdagangkan ditentukan oleh mekanisme pasar.

Dalam perhitungan yang kerap terjadi di lantai bursa, secara rata-rata harga saham pada pasar sekunder lebih tinggi 10% jika dibandingkan dengan harga saham yang dijual penjamin emisi pada pasar perdana²⁷. Harga saham di pasar perdana selalu di bawah nilai pasar dari pasar sekunder, sehingga dianggap bahwa harga pasar perdana tidak efisien. Bagi seorang investor yang telah berpengalaman dalam perdagangan saham akan memperoleh yang lebih baik di pasar sekunder dibandingkan dengan membeli saham di pasar perdana. Sebaiknya investor memeriksa secara seksama saham-saham yang akan di beli. Pemeriksaan tersebut hendaknya didasarkan pada dua pertimbangan, *pertama*, saham baru mempunyai kemampuan jual yang tinggi dan *kedua*, hampir semua saham baru didasarkan pada kondisi pasar yang tidak tepat sehingga hanya tepat untuk penjual namun tidak tepat untuk pembeli.

Dengan memperhatikan fenomena pada pasar perdana, dapat dilihat bahwa pasar yang efisien itu terdapat pada pasar sekunder. Oleh karena itu, keterbukaan pada pasar sekunder sangat dominan dan penting dalam menentukan harga saham. Keterbukaan wajib terus berlangsung selama perusahaan masih dalam status *go public*. Prinsip *disclosure* dilaksanakan melalui penyampaian laporan keuangan secara berkala, laporan mengenai fakta material yang baru, dan larangan *insider trading*

²⁷ Hasil wawancara dengan Bp Erry TP Hidayat, *Senior Auditor coordinator of Unusual Transaction Audit BEJ*, Jakarta, 27 Maret 2002

1) Laporan Keuangan Secara Berkala

Emiten yang Pernyataan Pendaftarannya telah menjadi efektif mempunyai kewajiban menyampaikan laporan keuangan secara berkala kepada Bapepam dan mengumumkannya kepada investor. Laporan keuangan ini terdiri dari Laporan Tahunan dan Laporan tiap Semester. Dengan laporan keuangan berkala ini, Bapepam melakukan fungsi pengawasan dengan terus menerus memonitor kelangsungan kondisi keuangan emiten atau perusahaan publik.

Laporan keuangan harus mengandung informasi yang akurat dan dapat diperkirakan menjamin dana yang ditanamkan itu bergerak kepada mereka yang dapat mempergunakannya secara efektif. Namun, dalam pelaksanaan laporan keuangan secara berkala di pasar modal Indonesia belum sebagaimana diharapkan sebab masih banyak emiten atau perusahaan publik yang terlambat dan belum menyampaikan laporan secara berkala kepada Bapepam. Laporan berkala tersebut adalah Laporan Keuangan Tahunan (LKT) yang tata cara pelaksanaan penyampaian diatur dalam Peraturan Bapepam No X.K.2 tentang kewajiban Penyampaian Laporan Keuangan Berkala yang menyebutkan bahwa LKT harus disertai dengan laporan Akuntan dengan pendapat yang lazim dan disampaikan kepada Bapepam selambat-lambatnya 120 (seratus dua puluh) hari setelah tanggal tahun buku terakhir.

Keterlambatan terhadap penyampaian laporan tersebut merupakan pelanggaran prinsip *disclosure*. Pelanggaran tersebut diancam dengan sanksi administratif berupa denda berdasarkan ketentuan pasal 63 butir e Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal. Pasal 63 butir e Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal menyatakan bahwa Emiten yang Pernyataan Pendaftarannya telah menjadi efektif, dikenakan sanksi denda Rp 1.000.000,00 (satu juta rupiah) atas setiap hari keterlambatan penyampaian laporan dengan ketentuan jumlah keseluruhan denda paling banyak Rp 500.000.000,00 (lima ratus juta rupiah).

Press Realease Bapepam tanggal 25 Juli 2002 tentang Sanksi Administratif atas Keterlambatan Penyampaian Laporan Keuangan Tahunan per

31 Desember 2001 menyatakan bahwa hingga tanggal 21 Juli 2002 terdapat 82 (delapan puluh dua) Emiten dan Perusahaan Publik yang mengalami keterlambatan dalam penyampaian Laporan Keuangan Tahunan per 31 Desember 2001. Di samping itu terdapat 16 (enam belas) Emiten dan Perusahaan Publik yang belum menyampaikan Laporan Keuangan Tahunannya sebesar 5%.

2) Keterbukaan Mengenai Adanya Fakta Material Baru

Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-86/PM/1996. Peraturan No.X.K.1 mengenai Keterbukaan Informasi Yang Harus Segera Dimumkan Kepada Publik menegaskan bahwa peristiwa-peristiwa yang dapat mempengaruhi harga saham, harus segera dilaporkan paling lambat 2 hari kerja. Peristiwa-peristiwa yang dapat mempengaruhi harga saham misalnya pemogokan, bencana alam, perusahaan ditutup. Peristiwa-peristiwa lainnya berkaitan dengan *tender offer*, merger, atau peleburan dan akuisisi perusahaan merupakan sesuatu yang penting dalam bisnis. Undang-undang Pasar Modal, Undang-undang Perseroan Terbatas, Peraturan Pemerintah Nomor 27 Tahun 1998 tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas telah mengatur mengenai restrukturisasi perusahaan. Peraturan-peraturan tersebut mengatur juga mengenai *tender offer* yang dilakukan perusahaan. Merger dan akuisisi harus diinformasikan kepada investor karena tindakan tersebut termasuk fakta material.

Permasalahan yang timbul disini, pada saat manakah *merger* atau peleburan dan akuisisi menjadi sesuatu hal yang mengandung fakta material. Hal ini perlu menjadi perhatian, sebab peraturan pasar modal yang berlaku di Indonesia hanya menyebutkan bahwa informasi merger dan akuisisi sebagai fakta material harus disampaikan tanpa menentukan saat yang tepat untuk menyampaikan informasi tersebut. Sampai kini, walaupun peraturan kewajiban prinsip *disclosure* di pasar modal Indonesia telah menentukan merger sebagai informasi material, namun dalam praktek peraturan tidak dapat menjelaskan apa yang menjadi ukuran atau standar merger dikatakan sebagai informasi material. Sementara itu, yang menentukan suatu informasi atau fakta wajib diungkapkan adalah tergantung dari bobot materialitas informasi tersebut.

3) *Insider trading*

Insider trading bertentangan dengan prinsip *disclosure*, karena yang bersangkutan membeli atau menjual saham berdasarkan informasi dari 'orang dalam' yang sifatnya tidak publik artinya informasi tersebut tidak boleh diketahui selain orang dalam karena dianggap belum mengandung informasi material. Perbuatan tersebut sangat merugikan orang lain karena tidak memperoleh kesempatan yang sama pada waktu yang sama, sehingga tidak bisa mengambil keputusan untuk membeli atau menjual saham yang dipegangnya.

Sebagai perbuatan yang dilarang, *insider trading* dapat menjangkau hingga masuk lingkup pidana. Dasar pertimbangan yang dapat di arahkan tindakan *insider trading* sebagai perbuatan yang dilarang antara lain sebagai berikut :

1. *Insider trading* berbahaya bagi mekanisme pasar yang fair dan efisien

Dapat dibayangkan bila *insider trading* tidak dilarang, maka berjalannya pasar modal bagaikan tanpa kendali yang mengakibatkan pasar menjadi tidak stabil dan kepercayaan terhadap pasar modal tersebut berkurang. Hal ini disebabkan karena :

- a. Pembentukan harga yang tidak *fair*
Jika ada *insider trading*, akan tidak terbentuk harga yang *fair* berhubung kurangnya informasi tentang keadaan barang yang sebenarnya. Padahal harga yang *fair* tersebut merupakan pertanda yang akurat mengenai jumlah sumberdaya yang perlu dialokasi.
- b. Perlakuan yang tidak adil di antara para pelaku pasar
Suatu pasar yang baik adalah pasar di mana semua anggota pasar diperlakukan secara sama dan adil. Di pasar modal, semua pelaku berhak atas informasi yang sama. Sedangkan dengan adanya *insider trading*, maka hanya sebagian kecil atau bahkan satu orang saja yang mempunyai informasi tertentu.
- c. Berbahaya bagi kelangsungan hidup pasar modal
Jika keadaan pasar modal tidak *fair*, akan banyak orang meninggalkan pasar modal yang bersangkutan untuk beralih ke pasar modal di negara lain ataupun jenis-jenis investasi

lainnya. Sehingga bila hal tersebut terjadi, kelangsungan industri pasar modal akan terancam

2. *Insider trading* berdampak negatif bagi emiten

Dengan adanya *insider trading*, pihak investor akan hilang kepercayaannya terhadap emiten itu sendiri. Apabila nama baik investor jatuh, akan sulit baginya untuk berkembang atau menambah permodalan selanjutnya. Bahkan mungkin saja pihak pelaku *insider trading* tersebut berbuat hal-hal yang merugikan emiten atau perusahaan publik agar harga berfluktuasi, sehingga dapat mengambil keuntungan dari situasi itu.

3. Kerugian materiil bagi investor

Dengan adanya perbuatan tersebut, investor menjadi pihak yang sangat merasakan kerugian secara langsung. Dapat terjadi, seorang investor telah membeli saham yang terlalu mahal tapi menjualnya dengan harga yang teramat murah. Bahkan seorang investor dapat diberikan informasi palsu oleh *insider trader* tersebut. Dalam pengaturan ketentuan yang berlaku di bidang pasar modal, perlindungan terhadap investor selalu menjadi fokus inti.

4. Perlindungan terhadap kerahasiaan perusahaan

Informasi rahasia milik perusahaan berkaitan erat dengan pengakuan atas hak milik intelektual perusahaan. Karena itu, tidaklah pada tempatnya milik perusahaan tersebut dimanfaatkan oleh pihak lain di luar perusahaan bersangkutan.

3. Upaya-upaya Dalam Rangka Pencegahan Praktek *Insider Trading* di Pasar Modal

a. Pengawasan dan Kontrol oleh Institusi Terkait

Pasar pada dasarnya merupakan tempat bertemunya kepentingan pembeli dan penjual dalam kaitannya dengan suatu kegiatan ekonomi. Di sektor keuangan, pemahaman tentang pasar lebih mengarah kepada sistem yang memungkinkan bertemunya kepentingan investor berdasarkan atas aturan main yang disepakati dan yang dapat diterima oleh semua pihak. Untuk itu, pasar harus terbentuk secara efisien dan *fair*. Untuk menciptakan pasar yang efisien dan *fair*, diperlukan adanya instrumen yang memungkinkan bekerjanya kondisi pasar dengan baik seperti adanya aturan main atau peraturan perundang-undangan, pelaku pasar modal, infrastruktur dan pengawas pasar modal. Di samping itu, agar bisa bersaing dengan pasar modal lain baik dalam satu negara maupun antar negara, faktor yang tidak bisa diabaikan adalah, pasar modal juga membutuhkan kenyamanan.

Untuk dapat dipercaya, setiap pasar termasuk *financial market* (pasar uang dan pasar modal) harus memiliki kriteria atau kondisi diantaranya : adanya keadilan, penegakan hukum, lengkapnya infrastruktur, dan profesionalisme pelaku dan pengawas pasar. Tanpa adanya pengawas sulit dicapai adanya pasar yang efisien dan teratur. Fungsi pengawas dalam pasar modal ini sangat penting mengingat yang bersangkutan bertindak tidak hanya sebagai regulator, tetapi sebagai juga sebagai pengawas dan dalam beberapa hal sebagai investigator atau penyidik.

Khusus untuk sektor keuangan, pengawasan pasar yang diperlukan jauh lebih rumit, hal ini karena pelanggaran, penipuan dan kejahatan yang terjadi biasanya dilakukan secara sempurna oleh orang-orang yang terdidik. Dalam kasus-kasus yang telah ditangani oleh Bapepam, sebagian besar pelakunya adalah orang-orang yang terdidik. Di Indonesia, lembaga yang dapat dikategorikan sebagai pengawas adalah Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) sebagai pengawas pasar modal, Bank Indonesia (BI) dan Badan Penyehatan Perbankan Nasional (BPPN) sebagai pengawas industri perbankan, Departemen Keuangan

sebagai pengawas industri asuransi, dana pensiun dan modal ventura, Departemen Perindustrian dan Perdagangan sebagai pengawas pasar bursa berjangka ²⁷. Fungsi yang dilaksanakan lembaga-lembaga pengawas tersebut di atas memang berbeda satu sama lain, namun pada dasarnya ada enam kondisi umum yang mutlak dimiliki oleh semua fungsi di atas ²⁸ :

- a. Institusi-institusi pengawas khususnya yang menyangkut pasar uang, perbankan dan pasar modal memerlukan sifat independensi yang cukup tinggi ;
- b. Institusi-institusi di atas harus diisi atau dipimpin oleh orang-orang yang memenuhi kualifikasi yang dikehendaki pasar, bukan orang-orang yang dimusuhi pasar ;
- c. Institusi tersebut harus diisi oleh orang-orang yang memiliki keberanian untuk mengambil keputusan, sehingga institusi yang dipimpin dan pasar yang diawasi tidak berada pada suasana kebingungan dan kevakuman.
- d. Semakin kompleksnya aktivitas pasar dan semakin banyaknya keterlibatan pelaku internasional mengharuskan pengawas pasar memiliki pemahaman dan penguasaan terhadap aspek pasar keuangan internasional termasuk kerja sama dengan *international regulators* ;
- e. Sebagai regulator, pengawas pasar harus mampu membuat aturan main yang dibutuhkan pasar dan mengacu kepada standar internasional. Di samping itu, harus dihindari agar tidak terjadi situasi di mana setiap aturan yang dibuat tidak dilaksanakan. Artinya bahwa implementasi dari setiap aturan main sama pentingnya dengan kelahiran aturan itu sendiri, kendati hal tersebut membutuhkan waktu dan tidak mudah ; dan
- f. Harus disadari bahwa pasar yang efisien memerlukan adanya kepastian hukum. Ini merupakan syarat penting sebelum pengambilan keputusan investasi dibuat. Kepastian hukum di sini termasuk sistem peradilan yang cepat, adil dan efisien, serta konsistensi dalam penerapan aturan main.

Kehadiran Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal erat kaitannya dengan kepastian hukum yang ditujukan kepada aktivitas pelaku pasar. Dengan memberikan kepastian hukum kepada kepentingan pasar, berarti format kegiatan industri berlandaskan pada aturan-aturan yang jelas, sehingga diharapkan dapat mendorong pertumbuhan industri itu sendiri.

²⁷ Sumber : Biro Hukum dan Perundang-undangan Bapepam

²⁸ *Ibid*

Sesuai dengan kepentingan itulah maka Peraturan Pemerintah (PP) No 45 tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal, menjadi bagian yang sangat penting untuk menjadi dasar pijakan dalam menjalankan aktivitas usaha di dalam pasar, terutama berkaitan dengan struktur permodalan, organisasi, tanggung jawab, perilaku dan aspek administratif lainnya agar tercapai tujuan dalam pasar modal yaitu terciptanya transparansi, kewajaran dan efisiensi.

Sisi lain yang dapat kita lihat adalah dalam kondisi pasar modal yang penuh dengan tantangan ini, menyangkut sejauh mana Perusahaan Efek, apakah Perantara Pedagang (Pialang), Penjamin Emisi atau manajer Investasi baik itu lokal maupun asing, kepentingan hukum mereka terlindungi sesuai dengan perangkat hukum pasar modal yang mengatur eksistensi dan perilaku perusahaan efek ataupun Wakil Perantara Pedagang Efek yang bekerja sebagai pegawai.

Berbagai peraturan Bapepam yang dikeluarkan untuk mengukur hajat hidup perusahaan efek, mulai dari Peraturan No.V.A.1 sampai Peraturan No V.H.1 yang menyangkut perilaku dan larangan bagi Penasehat Investasi. Diantara peraturan tersebut, misalnya Peraturan No V.D.3 yang berkaitan dengan kewajiban untuk menyelenggarakan sistem pengendalian intern dan penyelenggaraan pembukuan. Beberapa kewajiban lainnya erat kaitannya dengan kepentingan perusahaan efek itu sendiri, untuk dapat dilindungi dari praktek-praktek curang yang dilakukan oleh pegawainya, misalnya Peraturan No V.D.3 tentang Pengawasan Terhadap Wakil Dan Peraturan Efek.

Sejauh mana kesadaran hukum itu berlaku, sehingga dapat diterapkan secara konsisten dalam bentuk kepatuhan untuk melakukan transaksi dengan tetap berpedoman pada kaedah-kaedah hukum yang berlaku, nampak ini bukan pekerjaan yang mudah dikerjakan. Di dalam beberapa kasus yang menimpa perusahaan efek, di mana timbulnya konflik dengan nasabah biasanya berawal tentang tidak menjalankan kepatuhan untuk pada Standar Operasional dan Sistem Pengawasan yang berkaitan dengan perilaku pegawai yang tidak secara konsisten menjalankan pedoman operasional yang dibuat.

Membahas penegakan hukum seharusnya kita mempergunakan kaca mata universal, mengingat pasar modal Indonesia telah menjadi pasar paling liberal

kedua di Asia setelah Hong Kong. Oleh sebab itu penegakan hukum harus tetap mengacu kepada kepentingan dan integritas pasar yang berkaitan dengan investor asing di pasar modal. Bapepam dapat memulai sesuatu pemeriksaan bila adanya dugaan terjadinya pelanggaran atas ketentuan pasar modal, semua ini berdasarkan kewenangan yang diberikan oleh Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yang selanjutnya pengawasan represif ini dijabarkan dalam PP No 46 tentang Tata Cara Pemeriksaan di Pasar Modal. Mengingat tugas tanggung jawab yang sangat berat dalam kerangka penegakan hukum di pasar modal, Bapepam telah membentuk satuan tugas melalui Biro Pemeriksaan dan Penyelidikan.

Dengan adanya biro tersebut, maka praktek curang yang dilakukan oleh Wakil Perantara Pedagang Efek, pegawai perusahaan efek atau siapa saja yang menyebabkan terganggunya kepentingan pemodal dan mengancam integritas pasar modal secara keseluruhan akan berhadapan dengan upaya penegakan hukum secara maksimal. Pihak-pihak yang bertanggung jawab dalam praktek memberikan informasi yang menyesatkan (*miss leading informat0ion*), penipuan (*fraud*), manipulasi pasar (*market manipulation*), dan perdagangan orang dalam (*insider trading*) atau variasi diantara kejahatan tersebut dengan praktek curang lainnya akan berhadapan dengan sanksi denda dan kurungan.

Sejalan dengan upaya untuk mencegah para pihak yang melakukan pelanggaran serta memberikan *shock teraphy* kepada pasar modal maka integritas biro beserta penyidik Bapepam yang melakukan tugas-tugas penting dalam menjaga kewibawaan hukum harus terjaga serta pemberian sanksi yang dapat memberikan rasa takut bagi mereka yang mencoba untuk melakukan praktek tersebut di atas. Mengingat ruang lingkup kejahatan serta kemungkinan terjadinya upaya-upaya yang menyebabkan pelaku lolos dari lingkup pasar modal maka kerja sama dan koordinasi yang harmonis dan efisien dengan penegak hukum lainnya, misalnya Kepolisian dan Kejaksaan akan dapat menutup ruang gerak pelaku lebih tertutup.

Berkaitan dengan keberadaan Bursa Efek, di dalam format hukum yang tertuang pada Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal secara tegas kedudukan Bursa Efek di format ke dalam sebuah badan hukum perseroan

terbatas, walaupun secara esensi keberadaannya adalah *quasi* perseroan terbatas. Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menempatkan lembaga ini sebagai pihak yang memberikan fasilitas kepada anggotanya dalam perdagangan surat berharga pasar modal, seperti saham, obligasi dan derivatifnya.

Mengamati perkembangan dan eksistensi bursa efek, khususnya Bursa Efek Jakarta adalah hal yang menarik, disebabkan oleh karena fungsi strategis sebagai barometer dan indikator pasar modal yang transparan. Segala sesuatu yang berkaitan dengan BEJ selalu diamati dan dicermati secara seksama oleh semua pihak, baik yang berasal dari kalangan bursa maupun publik pada umumnya. Oleh sebab itu, ukuran keberhasilan pasar modal di Indonesia tidak terlepas dari keberadaan institusi yang sering disebut dengan SRO atau *Self Regulatory Organization*.

Sama halnya dengan perseroan terbatas lainnya, bursa efek tunduk pada ketentuan dan mekanisme badan hukum PT, tetapi perbedaannya terdapat di dalam tujuan usaha yang non-profit atau nirlaba, struktur pemegang sahamnya yang *equivalen* dengan keanggotaan dan memiliki kewenangan untuk menciptakan aturan-aturan hukum yang mengikat bagi anggotanya²⁹.

Ketentuan hukum yang dikeluarkan oleh bursa efek sejalan dengan hirarki peraturan Bapepam dan terlebih dahulu harus disetujui oleh otoritas pasar modal. Bila kita kaitkan prinsip SRO, yang semestinya terdapat kebebasan dalam menentukan arah dan langkah perkembangan hukum, maka bagian-bagian mana yang sebenarnya Bursa Efek dapat secara *legitimate* mempergunakan fungsi SRO secara optimal. Kepatuhan para anggota bursa atas peraturan bursa efek menjadi sorotan yang penting sehubungan dengan upaya untuk menata pasar modal menjadi transparan, wajar dan efisien.

Undang-undang memberikan legitimasi kepada bursa efek untuk membuat peraturan yang berkaitan dengan keanggotaan, pencatatan, perdagangan, kesepadanan efek, kliring dan penyelesaian transaksi bursa dan hal-hal lain yang berkaitan dengan kegiatan bursa itu sendiri. Pasal 9 ayat 1 undang-undang no 8

²⁹ Hasil wawancara dengan Bp Taufiq Rochman, *Manager Corporate Communication Division BEJ*, Jakarta, 27 Maret 2002

Tahun 1995 tentang Pasar Modal adalah konsep yang menjiwai SRO mendasari eksistensi lembaga tersebut. Di dalam penjelasan dari ayat tersebut disebutkan bahwa ketentuan yang dikeluarkan oleh Bursa Efek mempunyai kekuatan yang mengikat yang wajib ditaati oleh Anggota Bursa Efek, Emiten, LKP, LPP, Kustodian atau pihak lain yang memiliki hubungan kontraktual dengan bursa.

Eksistensi bursa efek, tetap dipayungi oleh kewenangan pengawasan yang dimiliki oleh Bapepam. Oleh sebab itu, beberapa tindakan misalnya rencana anggaran tahunan dan penggunaan laba harus disusun sesuai dengan ketentuan yang ditetapkan dan dilaporkan kepada Bapepam. Setiap peraturan yang dibuat oleh bursa efek, termasuk perubahannya hanya dapat berlaku setelah mendapat persetujuan dari Bapepam.

Bursa Efek yang memiliki fungsi pengawasan atas pasar secara langsung, dituntut inovatif dan kreatif dalam mengantisipasi dan mengakomodasi berbagai kepentingan yang ada di pasar itu sendiri. Kepentingan emiten yang sahamnya harus dapat dilindungi dari ajang spekulasi dan manipulasi pasar, pialang yang ingin mendapatkan berbagai fasilitas murah dan berguna untuk mengakumulasi imbalan dari biaya transaksi yang dipungut bursa, sedangkan investor ingin dilindungi kepentingan investasinya dari praktek curang dan kejahatan pasar modal, bagi pemerintah mempunyai kepentingan agar indikator-indikator ekonomi yang bersumber dari indeks saham dapat terus melambung tinggi. Salah satu tantangan yang masih harus diwujudkan adalah tentang masalah penegakan dan perlindungan hukum yang dapat mengimbangi produk-produk inovatif yang dikeluarkan pihak otoritas bursa.

Diantara peraturan-peraturan yang membuat bursa efek mempunyai pekerjaan rumah untuk mengatur anggotanya diantaranya Peraturan No.III.A.10 tentang Transaksi Efek bila mana efektifnya peraturan ini yang harus dijalankan dan dipatuhi oleh pelaku pasar modal, menjadi tantangan bagi bursa efek. Dengan semakin tegasnya ketentuan yang berkaitan dengan transaksi saham, obligasi dan derivatifnya menjadikan pelaku pasar modal dituntut lebih profesional dan patuh pada mekanisme kewajaran bertransaksi di pasar modal Indonesia.

Peraturan tidak hanya mengatur soal transaksi di dalam bursa tetapi juga di luar bursa. Dengan adanya ketentuan yang mengatur tentang kapan masanya sebuah transaksi telah mengikat para pihak di bursa, menjadikan bagian yang senantiasa krususial itu menjadi lebih terang. Berbagai kasus yang sering merunyamkan para anggota bursa yang melakukan transaksi dengan negoisasi, bila salah satu diantaranya *default* atau cidera janji, maka penegasan soal 'konfirmasi' membuat para *dealer* atau *sales* tidak boleh lupa untuk membuat tanda bukti perikatan tersebut.

Peraturan tentang transaksi efek, berdampak dengan tanggungjawab bursa efek untuk dalam melakukan pengawasan atas pasar modal, mengingat legitimasi hukum atas transaksi tersebut membuka peluang terjadi peningkatan transaksi dan inovasi-inovasi yang mengikutinya. Bapepam mewajibkan bursa efek untuk membuat peraturan yang memuat ketentuan dan persyaratan tentang transaksi efek itu sendiri.

Adapun peraturan lainnya yang menjadi tantangan bagi bursa efek untuk menata dan mengakomodir kepentingan ekonomis anggotanya, menyangkut Keputusan Ketua Bapepam No Kep-45/PM/1977 tentang Perubahan Peraturan No.V.A.1 tentang Perizinan Perusahaan Efek, yang mana bagian-bagian penting yang perlu diperhatikan adalah soal larangan jabatan rangkap Direktur dan Komisaris Perusahaan Efek dan kewajiban untuk memberitahukan dan selanjutnya perlu mendapatkan persetujuan Bapepam bila adanya rencana pemindahan perusahaan efek.

Sehubungan dengan makin berkembangnya industri pasar modal ditambah dengan makin ketatnya persaingan antar para pihak yang terlibat dalam pasar modal membuat otoritas pasar modal harus memikirkan formula yang tepat agar industri pasar modal dapat berjalan secara baik. Hal itu tidaklah mengherankan mengingat seperti halnya dalam industri ekonomi sejenis, pasar modal merupakan salah satu industri yang riskan dengan munculnya pelanggaran dan kejahatan. Kejahatan dan pelanggaran yang muncul adalah akumulasi dari faktor kecerdikan, kelihaian, jaringan, kekuatan modal, kecepatan informasi, dan sasaran kejahatan yang biasanya berkaitan dengan nilai keuntungan yang akan didapat. Oleh sebab

itu, tidak heran seorang pelaku bila tertangkap tidak harus dipenjara namun ada kalanya kepentingan pasar menghukum mereka untuk membagikan keuntungan yang di dapat.

Di dalam Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, disebutkan beberapa pokok-pokok kejahatan pasar modal yang biasanya menjadi pilar modus yang selanjutnya dikembangkan dan dikombinasikan dengan bentuk-bentuk yang lain. Hal yang diharamkan oleh Undang-undang adalah menyangkut tentang manipulasi pasar (*market manipulation*), penipuan (*fraud*), dan perdagangan orang dalam (*insider trading*) dengan berbagai unsur-unsur yang dapat menjerat siapa saja yang melanggar ketentuan tersebut. Ada hal yang perlu dicermati dalam prakteknya, di mana untuk tujuan dan operasi pasar tertentu biasanya ada sesuatu yang berkaitan dengan objek pelanggaran yang berkaitan dengan transaksi penting atau aktivitas penting emiten.

Dari gambaran yang sederhana soal kejahatan pasar modal ini tentunya dapat dimaklumi bahwa untuk menangkap pelakunya bukanlah persoalan yang mudah. Sehingga dalam rangka pengawasan yang dilakukan oleh Bapepam, diformat bahwa lembaga otoritas tersebut dapat segera bertindak dengan kewenangan penyidikannya untuk melakukan suatu pemeriksaan bila diduga adanya pelanggaran. Adalah salah anggapan orang berpendapat bahwa tindakan pemeriksaan dan penyidikan Bapepam hanya bila ada pihak yang melaporkan kejahatan tersebut.

Sehubungan dengan hal inilah, soal penegakan hukum di pasar modal yang dilakukan oleh Bapepam menjadi bagian yang sangat penting untuk menghadapi era globalisasi yang akan datang. Kepatuhan dalam menjalankan aturan hukum menjadi ukuran bagaimana pasar modal kita menjadi tempat yang aman bagi investasi, sekaligus tetap menjaga dan memberikan ruang gerak bagi pelaku untuk secara dinamis dapat mengembangkan pasar secara kondusif.

Oleh sebab itulah, dibentuknya Biro Pemeriksaan dan Penyidikan menjadi kunci untuk menjawab tantangan masa depan, terutama dengan langkah berani yang dilakukan oleh pemerintah dengan liberalisasi pasar. Kehadiran investor asing ditambah dengan kekuatan investor lokal akan menuntut adanya jaminan

dan kepastian hukum atas investasi yang mereka lakukan. Dalam masa-masa konsolidasi seperti inilah upaya penegakan dan menjalankan kepatuhan hukum dapat dijalankan secara maksimal oleh pelaku pasar. Berkaitan dengan hal itu, berikut adalah kasus-kasus pasar modal yang berhasil diungkap oleh Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam :

Tabel 6
Kasus-kasus Pasar Modal

No	Pihak	Pelanggaran	Sanksi	Waktu
1	PT Aneka Sumber Rejeki	Transaksi Semu	Peringatan Tertulis dan denda Rp 500 juta	Maret 1999
2	PT Jakarta International Hotels & Development	Pembatalan Denda Transaksi Tanpa Persetujuan RUPS	Denda Rp 500 juta	Februari 2000
3	Direksi & Komisaris PT JIHD	Bertanggung jawab thd Pembatalan Transaksi tertentu	Denda Rp 500 juta	Februari 2000
4	PT Multipolar Corporation Tbk	Transaksi Penjaminan Utang tanpa melalui RUPS Independen	Denda Rp 500 juta	Maret 2000
5	Direksi & Komisaris PT Multipolar Co Tbk	Tidak hati-hati mengelola perush	Denda Rp 500 juta	Maret 2000
6	PT Broadband Multimedia Tbk	Transaksi Penjaminan Utang melalui RUPS independen	Denda Rp 500 juta	Agustus 2001
7	Direksi PT Usaha Bersama Sekuritas	Dugaan Pengaburan pencatatan dan transaksi semu	Proses pemberkasan	Agustus 2002

Sumber : Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam

b. Penerapan Internal Audit Secara Ketat

Manajemen yang kohesif, integratif dan efektif adalah dambaan kita semua dan khusus bagi para pelaku pasar modal manajemen yang teratur, wajar serta transparan merupakan prasyarat mutlak bagi kelangsungan hidup industri pasar modal. Namun, manajemen yang tertata secara rapi bisa menghasilkan manajemen yang kolusif dengan didasarkan pada pemikiran untuk mengeruk keuntungan sebesar-besarnya tanpa mengindahkan aturan permainan yang telah digariskan oleh pihak otoritas pasar modal. Sebagaimana arti harfiahnya, manajemen yang kolusif (dari asal kata *collution*) dibangun berdasarkan ikatan-ikatan di luar struktur dan fungsi resmi organisasi. Untuk selanjutnya, mampu bertahan berkat tujuan yang juga bukan merupakan tujuan resmi organisasi.

Dalam kaitan itulah, bila kolusi terjadi dalam manajemen bakal menghasilkan dua hal :

Pertama, persekongkolan jahat yang terjadi dalam tubuh perusahaan dan memiliki target sasaran di dalam ataupun di luar perusahaan sendiri. Persekongkolan antara beberapa staff guna membobol sistem komputer tempat mereka bekerja guna mendapatkan keuntungan besar dari transaksi saham sebelum pihak lain mengetahuinya (informasi bersifat material) adalah salah satu contoh konspirasi.

Kedua, bila persekongkolan jahat itu menghasilkan perubahan tujuan perusahaan sehingga menghasilkan apa yang disebut kejahatan perusahaan. Dengan kata lain persekongkolan jahat tampil sebagai institusi perusahaan. Bila katakanlah *Chief Executive Officer (CEO)* juga terlibat dalam kolusi manajemen, maka bila ia memutuskan untuk memutuskan sesuatu atas dasar jabatannya, maka entah itu strategi atau kebijakan perusahaan pastilah telah terjerat kolusi juga. Berbagai kasus pelanggaran yang terjadi di pasar modal Indonesia membuktikan bahwa sebagian besar praktek pelanggaran dilakukan oleh pihak-pihak yang berada pada tampuk tertinggi posisinya di perusahaan.

Seperti juga potensi setiap manajemen untuk menjadi kohesif, integratif dan efisien yang membutuhkan proses dan kondisi yang memadai bila ingin hidup subur, manajemen kolusi demikian pula. Kolusi di mana-mana tidak pernah

timbul seketika dan tanpa sebab. Sejauh yang penulis ketahui, baik kondisi maupun proses yang subur bagi perkembangan kolusi yang dilakukan oleh manajemen didasarkan oleh setidaknya tiga faktor :

1) Kelemahan sistem manajemen

Ini memang konsep yang amat umum. Namun ini juga mengindikasikan bahwa kolusi memang mungkin terjadi pada setiap aspek dan bidang manajemen. Kelemahan dalam mekanisme pencatatan transaksi nilai saham misalnya, dapat menimbulkan kolusi antar para pihak yang terlibat di lantai bursa yaitu antara pialang dengan perusahaan efek. Sementara kelemahan sistem pengawasan juga berpotensi menimbulkan kolusi, misalnya, karyawan-karyawan yang ingin bolos pada jam kerja, staf divisi kepegawaian dan boleh jadi melibatkan pihak keamanan yang mengawasi karyawan yang keluar masuk kantor.

Dalam praktek, kelemahan sistem manajemen tersebut juga berkorelasi dengan paham dan prinsip yang hidup di masyarakat Indonesia. Seperti diketahui, kultur komunal kita tidak pernah secara tajam membedakan prinsip *yours and mine*, milikku dan milikmu, milik perusahaan dan milik pribadi, milik negara dan milik pribadi. Demikian pula persepsi kita tentang wewenang dan kekuasaan. Sesuai dengan latar belakang tradisi kita, wewenang dan kekuasaan amat sulit dipisahkan sebagai sesuatu yang obyektif dan berjarak. Melainkan, dianggap sebagai sesuatu yang subyektif dan menjadi bagian dari pemangkunya.

2) Pengaruh dari orang dalam (*insider*) yang demikian kuat

Hal tersebut berkaitan dengan kekuasaan dari orang dalam (*insider*) yang dalam strukturnya mempunyai kewenangan yang amat kuat sehingga dengan orientasinya yang demikian kuat tidak terbantahkan lagi terutama dalam pengambilan keputusan. Bahkan sistem manajemen yang dibangunnya sendiri tidak mampu menahannya. Kekuasaan tadi bisa tampil dalam sosok pribadi milik perusahaan yang kelewat dominan mengendalikan perusahaan dan tidak mau mendengar suara para profesionalnya. Bisa pula berupa bentuk nepotisme (biasanya terjadi pada perusahaan keluarga) yang tidak bersedia mendengar suara-suara dari luar lingkungan keluarga. Terakhir, bisa berupa klik antara sesama direksi atau antara direksi dan para staf ahlinya.

- 3) Kolusi relatif mudah timbul dari perusahaan yang *turbulence* atau kacau

Adanya krisis keuangan, krisis kepemimpinan dalam perusahaan, krisis bahan baku dan seterusnya, amat kondusif bagi timbulnya ide-ide 'kreatif' yang berusaha mengambil jalan pintas. Kolusi semacam ini dapat memberikan kontribusi optimal. Demikian pula bila menghadapi persaingan yang begitu ketat sementara perusahaan tidak cukup siap untuk menghadapinya, dalam menghadapi kebijakan otoritas pasar modal agar kinerja perusahaan meningkat secara optimal, kondisi finansial yang tidak mencukupi maupun menghadapi tekanan dari pihak luar seperti hutang yang jatuh tempo. Kolusi juga dapat muncul sebagai solusi yang *simptomatis*. Disebut demikian karena pada masa yang cukup panjang kolusi tak ubahnya seperti 'borok' dalam manajemen yang akan memperlemah daya tahan perusahaan itu sendiri.

Setidaknya proses yang diperlukan bagi timbulnya kolusi manajemen terjadi dalam bentuk vertikal atau horisontal dan dilakukan secara terencana atau terpaksa (untuk mengikuti kemauan atasan). Berdasarkan hal itu, proses tersebut dapat dipilah-pilah menjadi tiga bagian³⁰:

- a. Atasan yang berwenang mengambil keputusan menciptakan kerjasama vertikal atau horisontal.

Kerjasama itu dapat berupa keputusan atau perintah yang bertentangan dengan ketentuan yang berlaku. Karena atasan yang membuatnya, maka bawahan tinggal mengikuti. Berbagai hasil kolusi, bila dianggap perlu kemudian didistribusikan di bawah petunjuk pejabat yang membuat keputusan tadi.

Cara ini relatif aman bagi sang atasan. Secara hukum, misalnya tak pernah ada persidangan terhadap kesalahan pendelegasian kekuasaan atau wewenang. Secara manajemen, juga relatif lebih menguntungkan atasan. Akses informasi maupun pengaruh yang dimiliki atasan memungkinkannya segera

³⁰ Hasil wawancara dengan Bp Erry TP Hidayat, *Senior Coordinator of Unusual Transaction BEJ*, Jakarta, 27 Maret 2002. Keterangan yang sama diperoleh dari Divisi Riset dan Pengembangan BEJ yang mendasarkan tingkat kinerja perusahaan dengan struktur perusahaan yang mengindikasikan kinerja karyawan terletak pada pola kepemimpinan yang dijalankan oleh manajemen bersangkutan.

memutus kaitan antara dirinya dan bawahannya. Maka dapat terjadi, sang atasan cuci tangan sementara anak buah yang menanggung akibatnya.

- b. Atasan menciptakan kerjasama vertikal dengan cara mengatur bawahan menyimpang dari ketentuan yang berlaku.

Hal tersebut dilakukan secara rapi seolah-olah keterangan atau informasi yang diberikan benar namun sebenarnya, prosedurnya diperlihatkan dan di rekayasa sedemikian rupa seolah-olah seluruhnya berjalan sebagaimana mestinya. Praktek kolusi ini hanya diketahui oleh atasan pembuat keputusan dan bawahan tertentu yang langsung di bawah strukturnya.

Rekayasa yang melibatkan manajemen puncak, konsultan akuntansi, auditor pajak, konsultan hukum, tidak sulit ditemui. Pihak-pihak tersebut bersepakat untuk mengelabui informasi yang sebenarnya, katakanlah, untung dibilang rugi, rugi dibilang untung.

- c. Para pihak yang memiliki kedudukan sama

Para pihak, apakah itu pejabat, karyawan yang mempunyai level, wewenang, fungsi tertentu yang menciptakan kerjasama horisontal dengan menyiapkan data yang telah dimanipulasi dan menyampaikannya kepada instansi atasan yang bersangkutan (bisa pula instansi lain) sebagai dasar pengambilan keputusan. Dalam hal ini, kolusi hanya dapat diketahui dan dilakukan oleh sesama lapisan tertentu.

Baik kondisi maupun proses di atas, tak lain merupakan faktor-faktor yang mendukung saja bagi kemungkinan terciptanya kolusi. Kehadiran faktor-faktor di atas memang tidak salah atau otomatis menghadirkan kolusi. Sebagai suatu efek, kolusi dapat disejajarkan dengan penyakit manajemen lainnya seperti inefisiensi kerja, kekacauan program, tidak jelasnya alur kerja, lunturnya motivasi dan sebagainya. Dikatakan sejajar karena paling tidak memiliki akibat yang sama yakni sama-sama mampu menghancurkan perusahaan.

Harus terdapat faktor lain yang perlu bagi terciptanya kolusi seperti kondisi etis dari karyawan atau pemimpin perusahaan. Dengan demikian, kita bicara mengenai faktor subyektif sebagai determinan bagi terjadi atau tidak terjadinya kolusi. Dalam hal ini yang diduga terulang kembali adalah berlakunya

suatu asumsi bahwa orang yang tinggi etik profesinya tidak akan melakukan kolusi, sementara yang rendah akan cenderung melakukannya. Dalam kenyataannya, tidaklah semudah itu. Gaji yang rendah, kepuasan kerja yang rendah, kekecewaan pada sistem, kehausan akan kekuasaan adalah contoh-contoh faktor yang mempengaruhi tinggi rendahnya etika profesi seseorang. Dan pada gilirannya akan mempengaruhi kemungkinan seseorang melakukan kolusi pada level dan fungsinya masing-masing.

Penjelasan subyektif ini juga memiliki kelemahan karena sesungguhnya betapapun sekelompok orang memiliki sejumlah faktor pendukung seperti disebut di atas, namun cepat atau lambat akan terkena sistem kontrol internal yang selalu terdapat di berbagai organisasi modern dewasa ini. Ambil contoh organisasi birokrasi yang memiliki sistem audit mulai dari sistem pengawasan melekat, inspektorat wilayah, inspektorat jenderal, BPKP hingga BPK. Dalam organisasi seperti ini, jika seseorang atau sekelompok orang melakukan penyimpangan biasanya akan cepat terungkap.

Dalam suatu industri yang berbasis ekonomi seperti halnya dalam industri pasar modal, keberadaan internal audit sudah merupakan keharusan. Pada dasarnya tujuan dari diberlakukannya audit internal ini adalah digunakan sebagai penelaahan secara kritis berkenaan dengan penyelidikan terhadap metode-metode bisnis dari suatu organisasi usaha dalam rangka memberikan pernyataan pendapat tentang kewajaran penyajian ikhtisar keuangan, merekomendasikan perbaikan terhadap metode-metode manajemen dan pelaksanaan berbagai aktivitas maupun menemukan kekeliruan serta penyelewengan.

Seperti halnya tindakan pelanggaran yang sering terjadi, penyelewengan yang dilakukan biasanya menunjukkan penyimpangan yang disengaja sehingga menimbulkan distorsi dalam ikhtisar keuangan seperti halnya tindakan kecurangan oleh manajemen dan penyalahgunaan harta perusahaan. Penyelewengan dalam ikhtisar keuangan mungkin terjadi karena manajemen dengan sengaja tidak menyajikan atau tidak menyatakan akibat dari kejadian atau transaksi secara benar, memanipulasi, memalsukan atau mengubah catatan atau dokumen, mencatat transaksi palsu, sengaja menerapkan prinsip pasar modal yang

salah serta menggunakan harta perusahaan untuk kepentingan pribadi dan manajemen, karyawan atau pihak ketiga.

Suatu konsep yang penting yang harus dipertimbangkan dalam mendesain sistem kontrol intern adalah pencegahan terhadap timbulnya berbagai bentuk penyelewengan. Bentuk-bentuk penyelewengan berikut metode-metode yang lazim digunakan oleh pelakunya adalah patut dikenali oleh pemeriksa ekstern maupun intern agar selanjutnya mereka dapat mengontrol atau mendeteksi terjadinya penyelewengan sedini mungkin.

Pada prinsipnya, strategi kontrol terbaik untuk menghindarkan kemungkinan terjadinya penyelewengan adalah menempatkan objek penyelewengan di luar jangkauan setiap orang yang mungkin tertarik untuk bertindak curang atau menyeleweng. Namun hendaknya kontrol yang akan diterapkan harus didasarkan pada kebenaran-kebenaran dasar yang menunjukkan maksud dan tujuan diadakannya pemeriksaan diantaranya ³¹ :

- 1) Prinsip pengungkapan (*disclosure principle*)
Yaitu suatu prinsip pemeriksaan yang mengharuskan adanya pengungkapan terhadap data-data penting yang harus diketahui oleh para pemakai informasi. Prinsip ini menghendaki agar seluruh data yang tersembunyi atau fakta yang ditutupi menjadi terungkap sepenuhnya (*full disclosure*), sehingga ikhtisar keuangan tidak menyesatkan para pemakainya di dalam pembuatan keputusan ;
- 2) Prinsip konsistensi (*consistency principle*)
Yaitu suatu prinsip pemeriksaan yang menghendaki agar penerapan prinsip tersebut diselenggarakan secara konsisten dari periode ke periode. Prinsip ini bertujuan agar ikhtisar keuangan yang dihasilkan dapat diperbandingkan antara satu periode dengan periode sebelumnya.
- 3) Prinsip konservatif (*conservative principle*)
Yaitu suatu prinsip pemeriksaan yang menghendaki agar pemeriksa menjatuhkan pilihan pada alternatif yang memiliki dampak paling tidak menguntungkan atas kekayaan pemilik, manakala dihadapkan pada keraguan berkenaan dengan penentuan mana dari dua alternatif atau lebih yang dipilih. Prinsip ini pada hakekatnya menghendaki agar pemeriksa bersikap hati-hati di dalam melaksanakan tugasnya.

³¹ Hasil wawancara dengan Bp Janto Sujanto, staff Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam, 27 Maret 2002

Bursa Efek Jakarta (BEJ) telah menerapkan mekanisme penilaian terhadap perusahaan-perusahaan yang telah mencatatkan keberadaannya di bursa dan mendasarkan pada perhitungan untuk menentukan sehat tidaknya suatu perusahaan. Penilaian ini dilakukan dengan sejumlah perhitungan dan kontrol internal secara ketat. Adapun konsep dasar penerapan internal audit dalam lingkup BEJ meliputi ³² :

- 1) Pembuktian yang cukup (*evidence*)
Dalam pemeriksaan terhadap ikhtisar keuangan, seorang pemeriksa mendasarkan pada bukti yang menyangkut keberadaan dan keefektifan kontrol intern (*internal control*), pencatatan, dokumen-dokumen yang disetujui dan sah untuk mendukung pencatatan transaksi-transaksi, dokumen-dokumen dan catatan-catatan resmi dan bukti yang diperoleh dari berbagai sumber luar. Jadi dasar bagi sejumlah keputusan pemeriksaan harus dibuktikan.
- 2) Pemeriksaan yang hati-hati (*due audit care*)
Dalam pemeriksaan terhadap ikhtisar keuangan, ketidak pastian berkenaan dengan terjadinya suatu peristiwa yang tidak dikehendaki harus dipertimbangkan dalam perencanaan dan pelaksanaan pemeriksaan. Disebabkan oleh sifatnya, tipe transaksi dan catatan akuntansi tertentu adalah lebih rentan terhadap kesalahan-kesalahan dan ketidakberesan dibanding yang lainnya. Karena itu, pekerjaan pemeriksaan yang ditujukan ke arah bidang yang sensitif seperti transaksi yang fluktuatif misalnya, harus direncanakan dan dilaksanakan secara lebih cermat dan meyakinkan dibanding perhatian terhadap bidang-bidang yang kurang sensitif
- 3) Penyajian yang wajar (*fair presentation*)
Konsep ini berhubungan dengan tiga hal berikut :
 - Kebenaran akuntansi (*accounting propriety*) ;
 - Kecukupan pengungkapan (*adequate disclosure*) ; dan
 - Kewajiban pemeriksaan (*audit obligation*), maksudnya pemeriksaan harus mengambil langkah untuk melindungi pembaca laporan hasil pemriksaannya dari hal-hal yang menyesatkan, baik yang disebabkan oleh luasnya ruang lingkup pemeriksaan maupun oleh sifat dari opini pemeriksa itu sendiri.
- 4) Independensi
Konsep independensi secara ekstrem adalah penting bagi pemeriksa yang memiliki tanggung jawab luas terhadap pihak ke tiga. Seorang pemeriksa harus bebas dari ikatan atau pengaruh manajemen. Namun sekalipun demikian suatu tingkat independensi diperlukan oleh pemeriksa yang bekerja sebagai

³² Erry TP Hidayat, *Loccit*

karyawan dalam perusahaan atau mereka yang melakukan fungsi-fungsi pemeriksaan bagi kepentingan pemerintah. Agar dapat melakukan pemeriksaan secara memadai, pemeriksa seharusnya tidak dipengaruhi oleh siapapun di dalam unit yang tengah diperiksa.

5) Berbuat sesuai kode etik

Konsepsi dasar pemeriksaan pasar modal mencakup ide bahwa pemeriksa harus melaksanakan pekerjaannya dalam kerangka kode etik profesional.

Rumusan penilaian yang dipakai oleh BEJ dalam menilai kinerja suatu emiten atau perusahaan publik yang telah terdaftar di bursa efek di dasarkan pada perhitungan yang dikenal dengan rumusan 'Altman Z-Score'³³. Penilaian ini ditentukan dengan mendasarkan pada kebangkrutan dapat diperkirakan dengan melihat rasio-rasio keuangan dari laporan keuangan emiten atau perusahaan publik. Kemampuan untuk memprediksikan kebangkrutan dalam jangka waktu dekat sangat penting untuk investor maupun kreditor.

Secara detail, persamaan Altman Z-Score adalah sebagai berikut :

$$Z = 1,2 * (\text{Modal Kerja} / \text{Total Aset}) + 1,4 * (\text{Laba Ditahan} / \text{Total Aset}) + 3,3 * (\text{Laba Sebelum Pajak dan Beban Bunga} / \text{Total Aset}) + 0,6 * (\text{Nilai Pasar dari Ekuitas} / \text{Nilai Buku dari Utang}) + 1,0 * (\text{Penjualan Total Aset})$$

Menurut perhitungan tersebut, semua perusahaan yang mempunyai Z-Score lebih besar dari 2,99 menunjukkan perusahaan yang tidak mempunyai permasalahan. Perusahaan yang mempunyai Z-Score antara 2,7 sampai 2,99 menunjukkan indikasi sedikit masalah (meskipun tidak serius). Perusahaan yang mempunyai Z-Score antara 1,8 sampai 2,69 memberikan indikasi apabila perusahaan tidak melakukan perbaikan yang radikal, perusahaan mungkin akan mengalami ancaman kebangkrutan dalam jangka waktu dua tahun. Dan, Z-Score di bawah 1,8 menunjukkan indikasi perusahaan menghadapi ancaman kebangkrutan yang serius dan para investor serta kreditor seharusnya berhati-hati dalam melakukan investasi.

Berdasarkan model di atas penulis mencoba melakukan kompilasi dari Altman Z-Score untuk perusahaan-perusahaan publik yang tercatat di BEJ. Data

³³ Erry TP Hidayat, *Opcit*

yang dipakai adalah neraca keuangan terakhir yang tersedia (meskipun data yang tersedia kebanyakan data tahun 2001) sedangkan nilai pasar dari saham yang dipakai adalah per 30 September 2002. Penulis juga mencoba menyimpulkan tingkat kesehatan keseluruhan dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di BEJ :

Tabel 7
Tingkat Kesehatan Perusahaan Di BEJ

Tingkat Kesehatan Finansial Keseluruhan	Predikat	Jumlah Perusahaan	%dr jumlah total perusahaan di BEJ	% dr total kapitalisasi Pasar Di BEJ
A	Sangat Baik	66	20	34,73%
B+	Cukup Baik	6	2	17,93%
B	Baik	17	5	8,24%
C+	Sedang Ada Indikasi kesulitan	21	6	8,17%
C	Sedang Ada masalah cukup sulit	26	8	2,15%
D	Buruk	3	1	0,78%
F	Sangat Buruk	98	30	11,17%
Tdk Relevan	Data Tidak Relevan	91	28	16,84%
Total Perush		328		100%

Sumber : Divisi Riset & Pengembangan BEJ

Dari tabel 7 bisa terlihat bahwa dari total 328 perusahaan yang tercatat di BEJ, hanya 20 % dari jumlah total perusahaan yang mempunyai predikat sangat baik (tidak menunjukkan indikasi kesulitan keuangan sama sekali). Sebanyak 66 perusahaan ini mewakili hampir 35 % dari total kapitalisasi pasar di BEJ. Perusahaan seperti Unilever, Gudang Garam, HM Sampoerna dan Ramayana

Lestari Sentosa adalah perusahaan-perusahaan berkapitalisasi besar yang masuk ke dalam kategori sangat baik ini.

Selain itu, ada 6 perusahaan atau 2 % dari total perusahaan di BEJ yang masuk ke dalam predikat cukup baik. 6 perusahaan ini mewakili hampir 18 % dari total kapitalisasi pasar di BEJ. Berikutnya ada 17 perusahaan atau 5 % dari perusahaan di BEJ yang mempunyai predikat baik (B). 2 perusahaan besar yang masuk ke dalam kategori ini adalah Indosat dan Indofood. Di ranking berikutnya (C+) ada 21 perusahaan (6%) dari jumlah perusahaan di BEJ yang mempunyai predikat sedang. Perusahaan yang mempunyai predikat sedang adalah perusahaan yang mempunyai indikasi kesulitan keuangan. 2 perusahaan besar yang masuk ke dalam kategori ini adalah Astra International dan Semen Gresik.

Kemudian ada 26 perusahaan (8%) dari jumlah perusahaan di BEJ yang mempunyai predikat C ini adalah kelompok perusahaan yang menghadapi masalah keuangan cukup sulit. 3 perusahaan yang masuk ke dalam kelompok ini adalah Berlian Laju Tanker, Indomobil dan Plaza Indonesia Realty. Selanjutnya ada 3 perusahaan yang mempunyai predikat tingkat kesehatan keuangan yang buruk. Inco merupakan salah satu perusahaan yang masuk ke dalam kategori ini.

Pada level terburuk, cukup banyak perusahaan di Indonesia yang masuk ke dalam kategori sangat buruk. Perusahaan-perusahaan ini mempunyai Altman Z-Score yang sangat rendah. Sebagian besar kurang dari 1 bahkan 65 perusahaan di BEJ dari indikasi perhitungan berdasarkan Altman Z-Score menunjukkan kebangkrutan atau yang sudah bangkrut. Tabel 8 juga memberikan Z-Score dan tingkat kesehatan keuangan perusahaan berkapitalisasi besar di BEJ. Faktor yang sangat penting untuk diperhatikan adalah akurasi dari indikator kebangkrutan ini sangatlah bergantung kepada data yang disediakan oleh perusahaan.

Hal ini tentu saja sangat memprihatinkan karena hampir 30 % dari total perusahaan yang tercatat di BEJ dari indikasi perhitungan berdasarkan Altman Z-Score menunjukkan indikasi kebangkrutan atau perusahaan yang sudah bangkrut. Tabel 8 di bawah juga memberikan Z-Score dan tingkat kesehatan perusahaan-perusahaan besar di BEJ. Faktor yang sangat penting untuk diperhatikan adalah

akurasi dari indikator kebangkrutan ini sangatlah bergantung kepada data yang disediakan oleh perusahaan.

Tabel 8
Z-Score Untuk Perusahaan Berkapitalisasi Besar

No	Perusahaan	Persentase	Predikat
1	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT	2,95	B+
2	Gudang Garam Tbk PT	6,46	A
3	HM Sampoerna Tbk PT	6,14	A
4	Unilever Ina Tbk PT	7,93	A
5	Indonesian Satelindo Corp Tbk PT	2,07	B
6	Indofood Sukses Makmur Tbk PT	2,31	B
7	Astra International Tbk PT	1,69	C+
8	Texmaco Perkasa Engineering Tbk PT	0,43	F
9	Semen Gresik Persero Tbk PT	1,65	C+
10	Ramayana Lestari Sentosa Tbk PT	5,55	A
11	Medco Energi International Tbk PT	6,08	A
12	Indocement Tungal Perkasa Tbk PT	0,66	F
13	Sari Husada Tbk PT	6,46	A
14	Astra Agro Lestari Tbk PT	1,92	C+
15	Tempo Scan Pasific Tbk PT	6,15	A
16	Matahari Putra Prima Tbk PT	5,58	A
17	Semen Cibinong Tbk PT	-4,13	F
18	Ultrajaya Milk Industry & Trading Co Tbk PT	2,64	B+
19	Mulialand Tbk PT	-0,39	F
20	Surya Dharma Industri Tbk PT	-0,75	F

Sumber : Divisi Riset & Pengembangan BEJ

Di dalam pembahasan ini ada 91 perusahaan yang tercatat di BEJ yang tidak relevan dalam perhitungan Z-Score. Bank, perusahaan industri, dan perusahaan yang baru saja tercatat di bursa tidaklah mempunyai cukup data untuk dihitung. Yang menarik untuk diperhatikan adalah dari 10 perusahaan yang mempunyai Z-Score tertinggi, lima tempat teratas diisi oleh perusahaan-perusahaan Multi National Company. Nilai Z-Score mereka berkisar antara 7 hingga 9,12. Procter & Gamble merupakan perusahaan yang tercatat di BEJ dengan nilai Z-Score tertinggi. Perusahaan domestik yang mempunyai nilai Z-Score sangat memuaskan adalah Alfa Retailindo (6,69), Gudang Garam (6,46), dan Sari Husada (6,46). Sebagian besar dari perusahaan-perusahaan dengan nilai Z-Score terendah adalah perusahaan-perusahaan yang secara teknis sebenarnya sudah bangkrut. Yang menarik diperhatikan adalah bagaimana perusahaan dengan nilai Z-Score rendah tetap bertahan di BEJ sebagaimana tergambar dari tabel 10 di bawah ini.

Tabel 9
Perusahaan Dengan Z-Score Tertinggi

No	Perusahaan	Persentase	Predikat
1	Procter & Gamble Indonesia Tbk PT	9,12	A
2	Unilever Indonesia Tbk PT	7,93	A
3	Sepatu Bata Tbk PT	7,4	A
4	Bayer Indonesia Tbk PT	7,08	A
5	Merck Indonesia Tbk PT	7,08	A
6	Alfa Retailindo	6,69	A
7	Gudang Garam Tbk PT	6,46	A
8	Sari Husada Tbk PT	6,46	A
9	Metro Data Elektronik Tbk PT	6,4	A
10	Petrosea Tbk PT	6,3	A

Sumber : Divisi Riset & Pengembangan BEJ

Tabel 10
10 Perusahaan Dengan Z-Score Terendah

No	Perusahaan	Persentase	Predikat
1	Bumi Resources Indonesia Tbk PT	-23,08	F
2	Steady Safe Tbk PT	-10,93	F
3	Kasogi International Tbk PT	-6,31	F
4	Sekar Laut Tbk PT	-5,47	F
5	Jakarta Kyoei Steel Works Ltd Tbk PT	-4,62	F
6	Semen Cibinong	-4,13	F
7	Lippo E-Net	-3,74	F
8	Polysindo Eka Perkasa Tbk PT	-3,29	F
9	Lippo Land Development Tbk PT	-3,14	F
10	Kawasan Industri Jababeka Tbk PT	-2,97	F

Sumber : Divisi Riset & Pengembangan BEJ

Penerapan metode Altman Z-Score ini merupakan salah satu teknik pengungkapan informasi yang berhubungan dengan kinerja suatu perusahaan. Hendaknya disadari bahwa penggunaan metode ini tidak merupakan gambaran secara konkrit terhadap keberadaan perusahaan yang bersangkutan karena dalam sebuah transaksi efek banyak faktor yang saling terkait dan menjadi satu kesatuan. Bukan berarti pula bahwa dengan diterapkannya metode Altman Z-score ini perusahaan publik yang terdaftar di bursa menjadi buruk kinerjanya dan secara berkepanjangan mempengaruhi performa perusahaan bersangkutan. Namun penggunaan metode Altman Z-Score ini juga tidak bisa diabaikan begitu saja karena dari informasi yang tersedia, kinerja suatu perusahaan publik bisa dipantau dari tingkat kesehatan perusahaan yang didasarkan pada perhitungan tersendiri yang hal ini menjadi panduan bagi para investor mendasarkan pilihannya terhadap suatu informasi yang sudah terolah.

Sehubungan dengan hal tersebut, yang harus diperhatikan bahwa kualitas suatu perusahaan publik yang terdaftar di bursa berhubungan dengan pengungkapan informasi mengenai perusahaan khususnya untuk perusahaan yang

terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang telah diatur dalam Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yang tertuang dalam Bab X pasal 85 sampai dengan pasal 89. Dalam pasal-pasal tersebut dinyatakan secara jelas, emiten atau perusahaan publik harus memberikan laporan secara berkala kepada Bapepam dan kepada investor. Informasi material yang dapat mempengaruhi harga saham perusahaan di bursa harus dilaporkan paling lambat hari kerja ke dua setelah terjadi peristiwa pada perusahaan. Sebagai contoh dalam perhitungan berdasarkan metode Altman Z-Score yang mendasarkan pada klasifikasi tertentu sebagaimana tertera pada tabel di atas kemungkinan penurunan terhadap kinerja suatu perusahaan publik atau tingkat pencapaian terbaik suatu perusahaan dapat dipengaruhi oleh hal-hal seperti misalnya pabrik yang terbakar dan buruh yang mogok yang sedikit banyak sangat mempengaruhi performa perusahaan bersangkutan.

Salah satu laporan yang disampaikan oleh perusahaan yang terdaftar di BEJ kepada Bapepam dan publik adalah laporan keuangan perusahaan yang harus disampaikan selambat-lambatnya 120 hari setelah akhir periode akuntansi perusahaan. Laporan keuangan berisikan aktivitas perusahaan yang dipergunakan berbagai pihak untuk menilai perusahaan, baik di masa lalu maupun masa depannya. Berdasarkan laporan keuangan tersebut, berbagai pihak dapat menentukan harga saham yang bersangkutan. Informasi material yang dapat mempengaruhi harga saham merupakan informasi yang harus dilaporkan oleh emiten kepada pemerintah dan publik (investor) termasuk pemegang saham sendiri. Informasi tersebut dapat dikelompokkan menjadi dua yaitu informasi yang jelek dan informasi yang bagus. Informasi jelek akan membuat harga perusahaan turun dari harga yang sedang terjadi di pasar sampai kepada harga keseimbangan setelah informasi jelek itu dimasukkan ke dalam perhitungan harga saham perusahaan.

Sedangkan informasi bagus adalah informasi yang membuat harga saham perusahaan mengalami kenaikan di pasar modal dari saat perusahaan mengumumkan informasi tersebut. Misalnya, saham perusahaan Procter & Gamble Indonesia Tbk PT sebagaimana terdapat dalam Tabel 9 mengalami

kenaikan dikarenakan salah satu faktor pemicunya adalah ditemukannya suatu formula baru yang disinyalir oleh para pelaku pasar akan mendongkrak saham bersangkutan, sehingga bagi investor yang jeli akan memanfaatkan situasi ini untuk membeli saham tersebut. Informasi yang bagus akan diumumkan secepatnya kepada emiten, sedangkan informasi yang jelek akan diumumkan lebih lama.

Transparansi perusahaan yang terdaftar di bursa efek seharusnya tidak memerlukan paksaan dari pihak regulator seperti Bapepam dan manajemen SRO. Metode Altman Z-Score seperti telah dijelaskan dimuka hanyalah salah satu cara guna mengetahui sekaligus memberikan penilaian terhadap perusahaan publik yang terdaftar di bursa namun yang tidak kalah penting adalah keterbukaan secara sukarela dari perusahaan publik tersebut yang hal ini sangat penting bagi investor, supaya investor percaya terhadap perusahaan yang terdaftar di bursa tersebut. Pengungkapan sukarela juga memberikan manfaat ke berbagai pihak, menurunkan biaya modal dan meningkatkan likuiditas, menurunkan biaya modal sendiri dan menurunkan biaya utang.

Ketidaklengkapan informasi yang dimiliki para investor dan kreditor mengakibatkan investor atau para kreditor akan menilai perusahaan yang bersangkutan semakin beresiko sehingga *risk premium* semakin tinggi dan biaya modal semakin besar. Pada sisi lain, kelengkapan informasi yang dimiliki para *stakeholder* membuat para investor melakukan transaksi sehingga saham akan meningkat.

Menurut hemat kami, penggunaan metode Altman Z-Score ini setidaknya memiliki beberapa keunggulan dan khususnya bagi investor dapat dipakai sebagai panduan dalam berinvestasi. Faedah metode Altman Z-Score tersebut diantaranya:

- a. Dengan adanya pencatuman klasifikasi terhadap perusahaan publik, para investor tidak lagi mendasarkan pilihannya terhadap produk-produk yang konvensional yang selama ini kita kenal seperti saham dan obligasi, tetapi kini investor dapat pula beralih ke instrumen investasi yang sudah dikenal dengan produk yang bersifat derivatif;
- b. Bursa saham yang bersifat global memungkinkan perusahaan lokal dengan kinerja yang baik akan menjadi pilihan bagi investor luar negeri. Era *internet broker* yang kini telah menjadi pilihan para profesional baik lokal maupun global merupakan investasi yang

- menguntungkan. Hal ini memberikan kebebasan bagi para investor untuk menentukan pilihannya dan secara selektif menanamkan investasinya ;
- c. Berkembangnya portofolio yang tidak hanya berupa portofolio sekuritas tetapi berkembang menjadi portofolio yang lebih beragam. Ketika dikenalkan teori investasi modern, investasi dilakukan secara portofolio. Namun terbatas mengombinasikan instrumen investasi sekuritas, seperti saham dengan saham atau saham dengan obligasi. Kini dikenal istilah *geographic portofolio* (yang mengkombinasi lokasi investasi) sehingga investor akan lebih mempunyai peluang untuk mengkombinasi berbagai basis portofolio ;
 - d. Dengan adanya acuan tersebut, investor tidak hanya mendasarkan pilihan sahamnya semata-mata didasarkan pada *growth (capital gain)* menjadi *income*, sehingga dapat diandalkan sebagai penghasilan utama investasi saham. Oleh karena itu, apabila sebelumnya investor harus mentransaksikan sahamnya setiap hari atau setiap minggu yang akibatnya dapat menimbulkan berbagai strategi investasi seperti *short selling*, *margin trading* dan *insider trading*, kini dapat dihindari ;
 - e. Investasi bagi investor bukan lagi bersifat jangka pendek tetapi menjadi jangka panjang. Prinsip investasi di pasar modal adalah berjangka panjang. Investor bersedia menyimpan saham dan menerima deviden yang tinggi ;
 - f. Dengan adanya informasi yang ditunjukkan melalui metode Altman Z-Score tersebut, investasi bagi investor bukan lagi menjadi pendapatan sampingan tetapi menjadi pendapatan utama. Dalam paradigma baru, investasi bukan lagi sebagai sumber pendapatan sampingan tetapi sumber utama penghasilan. Ini menyebabkan harga saham berfluktuasi sedemikian rupa, sehingga bisa memberikan penghasilan setiap saat ; dan
 - g. Investor bertindak tidak lagi sebagai *corporate raider* semata, namun lebih berfungsi sebagai *entrepreneur* yang tidak hanya semata-mata mengejar keuntungan tanpa dilandasi oleh kaidah-kaidah yang berlaku di pasar modal tetapi para investor juga bertindak sebagai pemeian yang mengandalkan moral dan etika.

Tentu saja hal ini menjadi tantangan bagi proses kepailitan di Indonesia. Besarnya jumlah perusahaan yang secara teoritis bangkrut tetapi masih tercatat di bursa merupakan bukti kurang efisiennya prosedur kepailitan di Indonesia. Kredibilitas BEJ sebagai otoritas bursa juga patut dipertanyakan, dengan begitu banyaknya perusahaan yang mempunyai Z-Score yang sangat rendah. Hal ini disebabkan kurangnya perlindungan terhadap investor. Secara prinsip semestinya BEJ harus mengambil langkah-langkah tegas untuk melindungi kepentingan investor.

c. Penerapan *Good Corporate Governance* dalam Pasar Modal

Prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) secara formal hanya ditujukan bagi perusahaan yang statusnya merupakan perusahaan publik, khususnya emiten yang telah menyerap dana masyarakat dan memiliki pemegang saham publik yang statusnya minoritas atau independen. Manifestasi *corporate governance* secara sederhana dapat digambarkan sebagai bentuk dari pelaksanaan tanggungjawab perusahaan sebagai badan hukum, direksi, komisaris sebagai pengurus dengan para pemegang sahamnya. Caranya, dengan menjalankan ketentuan anggaran dasar dalam rangkaian kewajiban untuk transparan, bertanggungjawab, adil dan akuntabilitas. Ringkasnya, prinsip-prinsip *corporate governance* dilahirkan akibat adanya praktek yang tidak terpuji yang dilakukan direksi maupun bersama-sama pihak lain yang punya hubungan atau kepentingan di dalam tubuh perusahaan.

Perjuangan untuk melahirkan dan menempatkan profesional yang jujur, memiliki integritas, bertanggungjawab, memiliki semangat kerja keras dan inovatif, serta independen merupakan bagian dari upaya untuk mendukung pelaksanaan *corporate governance*, apakah itu emiten, terlebih lagi di Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Cerita di balik krisis negeri ini, sebagian besar termasuk yang menggelayuti dunia usaha, konglomerat, emiten dan BUMN terkait dengan praktek-praktek yang hingga kini tidak pernah berakhir, yaitu korupsi, kolusi dan nepotisme (KKN) dalam versi dan modus operandi yang beraneka ragam.

Secara teoritis *good corporate governance* adalah sebuah perubahan, dan perubahan itu menuntut adanya kualitas independensi serta menolak setiap unsur yang berhubungan dengan benturan kepentingan. Penundukan diri ke dalam setiap model pengawasan, apakah yang bersumber dari desain internal perusahaan maupun desain eksternal yang diformulasikan di dalam ketentuan yang ada di pasar modal dan perseroan terbatas maupun kebijakan-kebijakan sektoral lainnya. Menempatkan komponen komisaris yang independen dengan dukungan dari komite audit yang kapabel merupakan bagian dari konsep pengawasan agar dapat memastikan telah berlangsung 'tata krama' pengambilan keputusan yang

berlandaskan pada kepentingan perusahaan maupun seluruh pemegang saham. Konsep ini hanya akan menjadi sia-sia bilamana masih merajalela praktek yang meracuni fungsi dan efektifitas *good corporate governance* itu sendiri.

Perspektif keberhasilan penerapan *good corporate governance* untuk kepentingan pemulihan ekonomi dan membangun kembali tingkat kepercayaan investor tidak dapat mempergunakan patokan formal semata. Upaya untuk melakukan reformasi hukum dan sistem keuangan serta investasi di Indonesia, harus satu paket dengan reformasi budaya korporasi, organisasi korporasi, kepemilikan serta perlindungan terhadap pemegang saham dan investor publik. Korelasi antara memformulasikan kembali perangkat hukum sektor keuangan, lembaga pengawas seperti halnya Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam), Bank Indonesia atau Otoritas Jasa Keuangan sudah seharusnya tetap memiliki koridor yang berhubungan dengan praktek pengelolaan usaha yang baik.

Sejauh mana hukum Indonesia telah memuat peraturan yang berkaitan dengan asas *good corporate governance* dapat dilihat pada peraturan di bidang pasar modal. Umumnya dikenal lima bidang yang menjadi perhatian diterapkannya prinsip-prinsip pengelolaan perusahaan yang baik :

- a. Hak-hak pemegang saham dan perlindungannya ;
- b. Perlakuan yang adil terhadap semua kategori pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing ;
- c. Peran karyawan dan *stakeholder* lainnya ;
- d. *Timely disclosure* dan transparansi informasi keuangan dan nonkeuangan ; dan
- e. Pertanggungjawaban direksi dan dewan komisaris.

Berkaitan dengan penerapan prinsip *disclosure*, Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal telah memuat peraturan yang berkenaan dengan *good corporate governance*. Hal itu terutama termuat dalam Bagian Kelima yaitu mengenai Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, Benturan Kepentingan, Penawaran Tender, Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan (pasal 82-84).

Studi yang dilakukan Bapepam tahun 1999 yang membandingkan prinsip-prinsip *corporate governance* versi OECD dengan kerangka regulasi di Indonesia menyimpulkan bahwa prinsip *corporate governance* telah tercakup dalam

beberapa bidang utama kerangka regulasi. Usaha yang telah dilakukan Bapepam dalam rangka meningkatkan *corporate governance* antara lain berupa :

- a. Peraturan yang mensyaratkan perusahaan publik untuk mempunyai Direktur Independen dan Komisaris Independen ;
- b. Pengaturan berkaitan dengan metode pemungutan suara ;
- c. Pengaturan komprehensif tentang pertanggungjawaban Direksi dan Auditor Independen berkaitan dengan laporan keuangan dan pengenaan sanksi bagi yang melanggarnya ; dan
- d. Pengaturan mengenai *disclosure* transaksi pihak-pihak yang berkaitan.

Dari pemaparan di atas, dapat disimpulkan *corporate governance* melingkupi konsep keterbukaan informasi yang adekuat, pendapatan investasi yang kompetitif, manajemen yang penuh tanggungjawab, penyelesaian yang efektif atas *mistreatment* terhadap investor, perlindungan terhadap benturan kepentingan dan dilusi kepemilikan efek, serta kepentingan investor lainnya. Namun demikian, bagaimanakah pelaksanaan *corporate governance* dalam lembaga yang bergerak di bidang pasar modal Indonesia ? Perlindungan kepada pemodal publik merupakan suatu masalah yang sejak dulu menjadi perhatian dalam industri pasar modal.

Dalam sistem hukum nasional, perlindungan kepada investor publik mulai diatur secara formal sejak dikeluarkannya Keppres No 53 Tahun 1999 tentang Pasar Modal. Selanjutnya Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal beserta peraturan pelaksanaannya memberikan perlindungan terhadap pemegang saham publik secara lebih besar. Hal ini dapat kita tarik dari prinsip *disclosure*, wajar dan efisien dalam Undang-undang Pasar Modal beserta peraturan pelaksanaannya.

Sasaran peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal adalah memberikan perlindungan kepada pemodal, keterbukaan, kepastian hukum dan menciptakan kepastian hukum dan menciptakan pasar yang teratur, wajar dan efisien. Di samping itu, berbagai peraturan-peraturan di bidang pasar modal yang mengatur lembaga yang bergerak di bidang pasar modal juga ditujukan untuk memenuhi prinsip-prinsip tersebut di atas. Perlindungan yang tercermin dari berbagai peraturan tersebut pada dasarnya sejalan dengan prinsip-prinsip *corporate governance*.

Untuk lebih jelasnya prinsip *corporate governance* yang terdapat dalam peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal antara lain sebagai berikut :

I. Hak dasar pemegang saham

a. Memperoleh metode yang aman dalam pendaftaran

Pasal 48 dan 49 Undang-undang Pasar Modal No 8 Tahun 1995 beserta peraturan pelaksanaannya, seperti Peraturan Nomor VI.B.1 dan Peraturan Nomor IX.J.1, memungkinkan pemegang saham memperoleh kenyamanan dalam mendaftarkan sahamnya dengan memperbolehkan perusahaan melimpahkan kewenangan pengadministrasian, pemindahan pemilikan, penyerahan atau penerimaan efek kepada Biro Administrasi Efek (BAE). Dalam angka 11 Peraturan Nomor IX.J.1 diatur mengenai tata cara pemindahan hak atas saham harus dibuktikan dengan suatu dokumen yang ditandatangani oleh atau atas nama pihak yang menerimanya. Sementara Peraturan Nomor VI.B.1 menetapkan bahwa dalam hal pengadministrasian, pemindahan pemilikan, penyerahan atau penerimaan efek kepada BAE dilakukan oleh BAE, emiten dan BAE bertanggungjawab baik secara sendiri maupun bersama-sama kepada pemegang efek atas kerugian yang timbul sebagai akibat kelalaiannya dalam melaksanakan tugas.

b. Mendapatkan informasi yang relevan tentang perseroan tepat waktu dan mudah

- Pasal 85, pasal 87, pasal 88 dan pasal 89 Undang-undang Pasar Modal mengatur kewajiban bagi emite atau perusahaan publik untuk memberikan informasi kepada publik termasuk pemegang saham mengenai keadaan perseroan baik secara berkala maupun insidental dalam hal terjadi peristiwa material yang menyangkut perusahaan
- Peraturan Nomor IX.J.1 angka 13 mengatur bahwa laporan tahunan dan perhitungan tahunan harus disetujui oleh RUPS dan perseroan wajib mengumumkan neraca dan laporan laba/rugi

- Peraturan Nomor X.K.1 tentang Keterbukaan Informasi Yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik. Setiap perusahaan publik atau emiten harus menyampaikan kepada Bapepam dan mengumumkan kepada masyarakat secepat mungkin paling lambat akhir hari kerja kedua setelah keputusan atau terjadinya informasi atau fakta material yang mungkin dapat mempengaruhi nilai efek, perusahaan, atau keputusan investasi pemodal. Yang termasuk informasi atau fakta material antara lain penggabungan usaha, pembelian saham, peleburan usaha, pembentukan usaha patungan, pembelian atau penjualan aktiva material dan perubahan dalam pengendalian atau perubahan penting dalam manajemen
 - Peraturan Nomor X.K.2 tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Keuangan Berkala. Setiap emiten atau perusahaan publik wajib menyampaikan laporan keuangan berkala baik secara tahunan maupun tengah tahunan kepada Bapepam dengan ketentuan bahwa laporan keuangan tersebut wajib diumumkan kepada publik
 - Peraturan Nomor X.K.5 tentang Keterbukaan Informasi Bagi Emiten Atau Perusahaan Publik Yang Dimohonkan Pernyataan Pailit.
- c. Berpartisipasi dalam RUPS dan menggunakan hak suara
- Dalam Peraturan Nomor IX.E.1 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu, Peraturan Nomor IX.G.1 tentang Penggabungan atau Peleburan Usaha Perusahaan Publik atau Emiten, dan Peraturan Nomor IX.J.1 diatur bahwa pemegang saham berhak memperoleh kesempatan untuk berpartisipasi dan menggunakan hak suara dalam RUPS serta mendapatkan informasi mengenai tata cara RUPS termasuk penggunaan hak suara. Di samping itu dalam Peraturan Nomor IX.I.1 tentang Rencana dan Pelaksanaan RUPS diatur perusahaan wajib untuk

memberi kesempatan kepada pemegang saham untuk berpartisipasi dan menggunakan hak suara dalam RUPS serta informasi tentang tata cara RUPS termasuk prosedur, tata cara dan agenda rapat.

- d. Pemegang saham mempunyai hak untuk berpartisipasi dan mendapat informasi secara layak serta tepat waktu terhadap keputusan perusahaan yang menyangkut perubahan fundamental perusahaan :

1) Peraturan Nomor IX.J.1 mengatur bahwa pemegang saham berhak mendapatkan informasi dan berpartisipasi memberikan suaranya dalam RUPS dalam hal-hal yang menyangkut perubahan fundamental perusahaan seperti penambahan modal, transaksi yang mempunyai benturan kepentingan. RUPS juga diperlukan dalam rangka mengalihkan atau menjadikan jaminan hutang atas seluruh atau sebagian besar kekayaan perseroan atau melakukan penggabungan, peleburan, pengambilalihan, pembubaran dan kepailitan perseroan. Di samping itu, dalam hal untuk memutuskan transaksi yang mempunyai benturan kepentingan, dalam RUPS harus dihadiri oleh pemegang saham independen sekurang-kurangnya $\frac{1}{2}$ dari jumlah seluruh saham dengan hak suara yang sah yang dimiliki oleh pemegang saham independen serta keputusan diambil dengan persetujuan dari pemegang saham independen yang mewakili lebih dari $\frac{1}{2}$ pemegang saham independen yang hadir

2) Peraturan Nomor IX.G.1 tentang penggabungan atau Peleburan Usaha Perusahaan Publik atau Emiten angka 3 huruf a direksi dan komisaris perusahaan publik atau emiten yang akan melakukan penggabungan usaha atau peleburan usaha dilakukan dengan memperhatikan kepentingan perseroan, masyarakat, dan persaingan sehat dalam melakukan usaha,

serta ada hak-hak pemegang saham publik dan karyawan. Pernyataan pengabungan usaha atau peleburan usaha yang berisi rancangan penggabungan usaha atau peleburan usaha beserta dokumen pendukung secara lengkap wajib disampaikan kepada Bapepam. Rancangan penggabungan usaha atau peleburan usaha wajib diumumkan ringkasannya kepada masyarakat. Pengumuman dimaksud memuat informasi rancangan penggabungan usaha atau peleburan usaha tersebut perlu mendapatkan persetujuan dari Bapepam. Angka 3 huruf c penggabungan usaha mendapatkan persetujuan dari RUPS. Direksi perseroan setelah memperoleh persetujuan komisari wajib melakukan peninjauan kelayakan penggabungan atau peleburan usaha. Ketentuan ini seharusnya dilaksanakan oleh direksi semata-mata untuk kepentingan perusahaan atau pemegang saham. Dalam angka 4 huruf b peraturan ini juga mengatur hal yang menyangkut kepentingan *stakeholder* antara lain penyelesaian status karyawan, penyelesaian hak dan kewajiban perseroan terhadap pihak ketiga, penyelesaian hak-hak pemegang saham minoritas yang tidak menyetujui adanya penggabungan usaha dan peleburan usaha.

- 3) Peraturan Nomor IX.E.1 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu. Dalam peraturan ini diatur bahwa transaksi tertentu yang mempunyai benturan kepentingan wajib mendapat persetujuan dari para pemegang saham independen. Pemegang saham mempunyai hak untuk berpartisipasi dalam RUPS termasuk prosedur serta tata cara dalam RUPS dan mendapatkan informasi tentang rencana transaksi yang mempunyai benturan kepentingan. Transaksi akuisisi, penyertaan perusahaan lain atau divestasi yang mempunyai benturan kepentingan harus pula disetujui oleh pemegang

saham dalam RUPS, dengan terlebih dahulu mengumumkan informasi rencana transaksi serta laporan keuangan perusahaan yang akan diakuisisi, menerima penyertaan atau divestasi yang telah diaudit selama 2 tahun terakhir. Dari peraturan ini komisaris diharapkan memenuhi dan *manage* potensial konflik antara manajemen, komisaris dan pemegang saham utama, termasuk penyalahgunaan aset perusahaan dan penyalahgunaan transaksi.

- e. Perlindungan pemegang saham dari setiap pihak yang karena kepemilikan atau kedudukannya mengendalikan perusahaan :
 - 1) Dalam pasal 87 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang pasar modal diatur bahwa direktur atau komisaris emiten atau perusahaan publik wajib melaporkan kepemilikan dan setiap perubahan kepemilikannya atas saham selanjutnya ditegaskan pula bahwa pihak yang memiliki sekurang-kurangnya 5% saham emiten atau perusahaan publik wajib melaporkan kepada Bapepam
 - 2) Pembelian saham oleh pihak tertentu melalui bursa efek sehingga kepemilikannya akan mencapai 20% atau lebih dari seluruh saham perusahaan dengan tujuan untuk mengendalikan perusahaan wajib dilakukan melalui penawaran tender. Lebih lanjut angka 11 peraturan tersebut menegaskan jika direksi atau komisaris dari perusahaan sasaran mengetahui atau mempunyai alasan yang cukup bahwa informasi yang dimuat dalam pernyataan penawaran tender tidak benar atau menyesatkan, maka yang bersangkutan wajib membuat pernyataan yang mengandung keberatan atau bantahan informasi tersebut sebagaimana diatur dalam Peraturan Nomor IX.F.3 tentang Pedoman Tentang Bentuk dan Isi Pernyataan Perusahaan Sasaran dan Pihak Lainnya. Untuk melindungi kepentingan pemegang saham, dalam ketentuan tersebut diatur

bahwa harga penawaran tender harus lebih tinggi dari harga penawaran tertinggi yang pernah diajukannya dalam waktu 180 hari atau harga tertinggi efek tersebut di bursa efek dalam waktu 90 hari sejak pengumuman tender. Dalam peraturan ini juga diatur mengenai kewajiban mengungkapkan kepemilikan saham oleh pemegang saham yang mengakibatkan pengendalian.

- f. Perlindungan pemegang saham dari transaksi perdagangan orang dalam (*insider trading*)

Undang-undang Pasar Modal pasal 95 s/d pasal 99 dalam pelaksanaannya jelas melarang mengatur perdagangan orang dalam (*insider trading*). Di samping itu, peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal juga mengatur bahwa pengurus perseroan diwajibkan mengungkapkan kepentingannya dalam transaksi yang mempengaruhi perseroan (Peraturan Nomor IX.E.1)

II. Keterbukaan dan Transparansi

Sebagaimana diungkapkan di muka bahwa sebagian besar peraturan di pasar modal menekankan pada aspek keterbukaan dan transparansi. Manajemen perusahaan sejak akan menjual efek kepada masyarakat sudah diwajibkan untuk mengungkapkan informasi perusahaan, kegiatan usaha, keuangan, kinerja perusahaan, resiko material, dan kepemilikan serta hal-hal yang mempunyai pengaruh terhadap perusahaan. Kewajiban tersebut berlanjut setelah perusahaan publik melaksanakan pengungkapan informasi tersebut secara wajar dan akurat, informasi tertentu khususnya laporan keuangan, harus dipersiapkan oleh pihak yang independen dan profesional dengan standar kualitas yang dilakukan.

Berbagai peraturan yang mewajibkan pengungkapan informasi dipersiapkan oleh pihak independen dan profesional adalah :

- Peraturan Nomor IX.D.3 tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus Dalam Rangka Penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu Di mana Para Pemegang Saham Menerima Efek Yang Tidak Sama atau Disetor Kurang Dari 35% ;
- Peraturan nomor IX.J.1 tentang Pokok-pokok Anggaran Dasar Perseroan Yang Melakukan Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas dan Perusahaan Publik ;
- Peraturan Nomor X.K.2 tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Keuangan Berkala

III. Tugas Pengurus Perseroan

Direksi dan komisaris harus menjalankan tugasnya dengan penuh semata-mata untuk kepentingan perseroan sesuai dengan Undang-undang PT. Bagi pengurus emiten atau perusahaan publik terdapat kewajiban lain seperti memantau dan mengelola potensial konflik atas kepentingan manajemen, pengurus, pemegang saham dan penyalahgunaan aset perusahaan, memastikan keabsahan akuntansi dan sistem pelaporan keuangan termasuk audit independen dan sistem kontrol yang tepat untuk memonitor resiko keuangan dan kepatuhan terhadap peraturan perundang-undangan atau hukum, serta mengawasi proses keterbukaan dan komunikasi. Beberapa peraturan di pasar modal yang berkaitan dengan fungsi pengurus tersebut, yaitu :

- Peraturan Nomor IX.E.1 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu
- Peraturan nomor VIII.G.2 tentang Laporan Tahunan
- Peraturan Nomor VIII.G.6 tentang Pedoman Penyusunan Surat Pernyataan Manajemen Dalam Bidang Akuntansi
- peraturan Nomor VIII.G.7 tentang Pedoman Penyajian Laporan Keuangan
- Peraturan Nomor X.K.2 tentang Kewajiban Penyampaian Keuangan Berkala

Pelaksanaan *coprorate governance* pada institusi seperti Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP), Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) dan Perusahaan Efek juga ditekankan. Sebagai contoh konkrit adalah anggota Bursa Efek wajib memenuhi persyaratan memiliki akhlak dan

moral yang baik, tidak pernah dihukum karena melakukan tindak pidana, dan tidak pernah melakukan perbuatan tercela di bidang pasar modal. LPP wajib mempunyai prosedur operasi dan pengendalian intern lembaga penyimpanan dan penyelesaian (Peraturan Nomor III.C.6) dan perusahaan efek wajib mempunyai pengendalian intern dan penyelenggaraan pembukuan oleh perusahaan efek (Peraturan Nomor V.D.3)

Dengan melihat dan menganalisis *corporate governance guidelines* yang dikeluarkan oleh OECD dikaitkan dengan pasar modal, sebetulnya prinsip-prinsip *good corporate governance* telah tercakup dalam peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal. Sebab pasar modal Indonesia telah mempunyai peraturan atau Undang-undang yang berkaitan dengan asas keterbukaan dan transparansi, perdagangan yang wajar, aman dan efisien serta perlindungan terhadap investor.

Yang perlu digarisbawahi adalah bahwa meskipun berbagai macam ketentuan di bidang pasar modal dibuat dengan tujuan untuk menciptakan *good corporate governance* pada setiap emiten, perusahaan publik dan lembaga yang bergerak di bidang pasar modal, semuanya tidak akan berarti bila tidak dilaksanakan secara sungguh-sungguh.

B. Pembahasan

1) Faktor-faktor Penyebab Munculnya Praktek *Insider Trading* Dalam Transaksi Efek

a. Fluktuasi Harga Saham

Kita semua mengetahui bahwa setiap harinya harga saham di pasar sekunder selalu bergerak, terkecuali saham yang telah dikategorikan tidur ataupun tidak ada yang menginginkan saham tersebut. Perubahan ini di sebabkan banyaknya perputaran saham atau *match (done)* pada pasar sekunder pada suatu waktu tertentu³⁴. Saat permintaan pada suatu saham tinggi dan *supply* relatif tetap ataupun hanya bertambah sedikit, maka harga saham akan bergerak naik. Begitu pula sebaliknya, jika *demand* rendah maka harga akan bergerak turun. Tetapi kejadiannya tidak selalu berlangsung lama, masih banyak faktor lain yang mempengaruhi atas pembentukan harga saham tersebut.

Peningkatan jumlah dan frekuensi perdagangan juga merupakan indikasi akan terjadinya pergerakan saham, baik itu naik ataupun turun. Perlu dijelaskan bahwa peningkatan volume dan frekuensi yang akan penulis jelaskan ini diluar pola *trading* harian. Misalnya pada kejadian sehari-hari pada awal perdagangan (30 menit pertama) harga saham bergerak turun, dan efek yang diharapkan adalah investor yang gamang dan panik akan kejatuhan harga lebih dalam, tetapi mereka juga telah melakukan order beli pada harga bawah. Pada saatnya nanti harga normal di mana seharusnya berada dan pemain atau *trader* dapat mengambil keuntungan dalam jangka pendek. Peningkatan volume dan frekuensi yang dimaksudkan di sini adalah suatu saham yang dalam *time horizon*nya beberapa hari mengalami peningkatan secara signifikan. Ini mengindikasikan bahwa memang ada sesuatu di belakang pergerakan ini. Jadi singkatnya perubahan harga saham di sebabkan oleh *supply* dan *demand*.

Bila kita bandingkan dengan pasar uang, memang ada perbedaan yang sangat mendasar. Seperti kita ketahui, jika di pasar modal terlebih di Indonesia yang belum begitu maju maka yang berkepentingan terhadap harga saham

³⁴ Klinik Go Public dan Investasi, *Proses Penawaran Umum (Go Public)*, Jakarta Stock Exchange, 1995, hlm. 9

tidaklah terlalu signifikan. Apalagi selalu dikatakan dalam perekonomian kita yang menjadi tolok ukur selalu nilai rupiah, inflasi dan pertumbuhan ekonomi atau suku bunga bank. Indeks Harga Saham Gabungan belum begitu diperhatikan. Penulis hanya ingin menggambarkan bahwa memang pergerakan saham ini mungkin tidak menjadi prioritas pemerintah. Hal ini berbeda jika kita bandingkan dengan nilai tukar rupiah sering kita mendengar bahwa pemerintah mengintervensi pasar, karena memang kebijakan yang dianut oleh negara ini adalah mengambang terkendali, namun hal ini berbeda dengan harga saham yang tidak didasarkan oleh intervensi dari pihak luar (pemerintah) karena dalam suatu pergerakan saham tidak didasarkan pada suatu intervensi tetapi didasarkan pada kinerja yang optimal dari saham-saham yang ditawarkan dan pasarlah yang akan menentukannya sendiri.

Pasar modal adalah suatu tipe investasi di mana pendapatan perusahaan merupakan faktor penentu dalam pembentukan harga di pasar sekunder. Pemilihan saham yang baik akan dilihat seiring berjalannya waktu, dengan perbandingan pendapatan perusahaan atau kita sebut dengan *earnings*³⁵. *Earnings* adalah total pendapatan dikurangi dengan total pengeluaran suatu perusahaan pada jangka waktu tertentu, jadi jika kita memilih saham yang diharapkan kinerja perusahaan tersebut yang ditujukan dengan *earnings*. *Earnings* ini yang merupakan nilai tambah pada pembentukan harga saham.

Ada satu yang perlu diingat tetapi sering terabaikan adalah bahwa satu berita baik akan menggerakkan saham dalam waktu yang relatif singkat, tetapi sebaliknya satu berita buruk akan berimbas lebih lama dan akan makan waktu lama meskipun performa perusahaan telah membaik. Sering kali pula terjadi pada saat terdapat berita baik dimumkan harga saham tersebut malah turun. Hal yang berlaku di lantai bursa adanya pola atau pattern yang cukup dipegang adalah '*buy on rumors or sell on news*'³⁶, jadi pada saat berita tersebut diumumkan maka pemilik saham menjual sahamnya besar-besaran.

³⁵ David L. Raetner & Thomas Lee Hazen, *Securities Regulation ; Cases And Material*, fourth edition, St Paul Minnesota, American Casebook Series-West Publishing, 1991, hlm.255

³⁶ Bayu Hidayat, *Kenapa Harga Saham Berfluktuasi dalam Berita Pasar Modal*, Jakarta, Berita Pasar Modal Edisi 34 Januari 2002, hlm. 10

Pentingnya bagi investor kecil untuk memiliki hubungan baik dengan brokernya, dalam arti broker memiliki nilai lebih dalam mengakses informasi maupun perkembangan pasar karena mereka dari waktu ke waktu memperhatikan perkembangan pasar. Dalam mengambil keputusan kita sebaiknya berkonsultasi dahulu dengan broker. Jadi kesimpulan kedua yang menyebabkan fluktuasi harga saham adalah berita atau *corporate action* yang jelas berpengaruh pada penghasilan atau performa perusahaan³⁷.

Dari ilustrasi tersebut di atas dapatlah kita bayangkan bahwa fluktuasi harga saham yang terjadi di lantai bursa dapat diibaratkan bagai sebuah hutan rimba. Ini bisa diartikan bahwa pasar modal adalah sebuah industri yang dinamis dan kompetitif yang membutuhkan kejujuran dan keberanian, sehingga walaupun diliputi dengan semangat untuk mengeruk keuntungan sebesar-besarnya maka perlu pula dikedepankan perilaku segenap pelaku pasar modal serta komitmennya yang menjunjung tinggi prinsip *disclosure* dan kewajaran, sehingga segala sesuatunya pun dapat diukur secara transparan.

Kerangka hukum pasar modal tidak diciptakan untuk menghambat perkembangan pasar modal yang terus bergeliat menyesuaikan perkembangan yang terjadi, namun sebaliknya. Semua pihak mendapatkan hak sama untuk menanggung setiap resiko atas investasi yang telah ditanamkan sehingga tidak berlebihan bila investor harus dilindungi dari informasi yang menyesatkan agar keputusan investasinya aman dan menguntungkan. Sebagaimana telah dipaparkan pada hasil penelitian di muka, kasus Bank Mashill Utama, menunjukkan tentang kondisi di pasar modal yang tidak hanya sekedar sebuah pasar tetapi menyangkut sebuah persepsi, tentang persepsi industri pasar modal, tentang moral dan etika dan tentang prinsip-prinsip pasar modal serta tentang ketentuan hukum yang mengatur tata cara bermain secara jujur, transparan dan wajar.

Bila kita mengacu pada transaksi saham di pasar modal bahwa harga yang tertera akan menunjukkan pergerakan yang terdapat di pasar dan tingkat kewajaran akan mudah terbaca dengan sendirinya walaupun fluktuasi wajar berlaku. Namun yang terjadi pada kasus Bank Mashill Utama ini adalah transaksi

³⁷ Bayu Hidayat, *Opcit*, hlm.12

saham yang bergerak sangat cepat dan cenderung tidak wajar mengingat tidak ada sesuatu yang istimewa terhadap keberadaan saham Bank Mashill Utama bahkan bila dilihat dari kinerja bank tersebut tergolong bank yang berkapitalisasi kecil. Para pelaku bursa yang gemar melakukan transaksi singkat namun dengan keuntungan yang secara mudah diperoleh yakni dengan melakukan *short selling* terus memburu saham tersebut hingga harga saham bank tersebut mencapai level tertinggi. Namun yang perlu dicatat pula bahwa transaksi tersebut juga dipicu oleh keterangan pihak orang dalam (*insider*) Bank Mashill Utama yang memberikan pernyataan kepada media massa mengenai rencana penawaran tender di mana saham bank tersebut akan diambil alih oleh dua perusahaan besar yaitu Duncanmill Holding Company Inc dan Castlemere Enterprise Ltd sebesar 34,32% tapi kenyataannya bahwa mereka tidak melakukan ketentuan tentang penawaran tender. Sehingga oleh pihak Bapepam transaksi tersebut terindikasi telah terjadi pelanggaran.

Indikasi pelanggaran terkait dengan ketentuan pasal 91 subsider pasal 93 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal diantaranya ³⁸ :

Indikasi Pelanggaran Pasal 91 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal :

- a. Adanya pihak yang melakukan suatu tindakan (unsur) :
 - Aliansi membuat pernyataan melalui surat kabar (tanggal 6, 7 dan 10 Mei 1996) bahwa Castlemere Enterprise Ltd akan membeli saham Bank Mashill milik Duncanmill Holding melalui penawaran tender (*tender offer*)
 - Tidak ada bantahan dari pihak tersebut, sehingga dapat disimpulkan bahwa tindakan tersebut ada
- b. Tindakan tersebut bertujuan untuk menciptakan suatu gambaran menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan pasar, atau harga efek di bursa efek. Tindakan tersebut dilakukan baik sendiri maupun bersekongkol dengan pihak lain dengan unsur :
 - Rencana pembelian saham Bank Mashill Utama seperti yang direncanakan melalui penawaran tender antara pihak di aliansi, tidak pernah dilaksanakan, jadi unsur persekongkolannya terbukti
 - Akibat adanya rencana tersebut, maka indikasi pihak-pihak tersebut untuk menciptakan gambaran semu tetap ada

³⁸ Sumber : Penjelasan Bapepam terhadap kasus Bank Mashill Utama, 1997

Indikasi Pelanggaran Pasal 93 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang

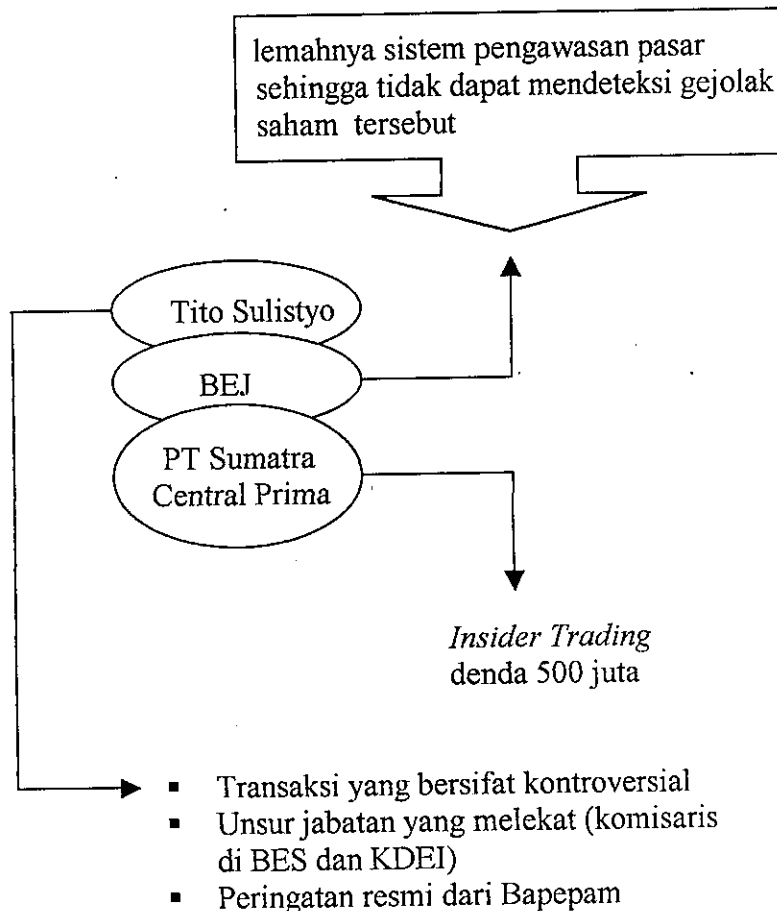
Pasar Modal :

- a. Adanya pihak yang membuat pernyataan atau keterangan dengan cara apapun, yang terbukti pada pasal 91 di atas
- b. Pernyataan atau keterangan tersebut secara material tidak benar atau menyesatkan dengan alasan, dengan terbuktinya persekongkolan antara pihak yang mewakili dua perusahaan besar tersebut, maka pernyataan secara material tidak benar dan menyesatkan.
- c. Pihak tersebut mengetahui atau sepatutnya mengetahui bahwa pernyataan atau keterangan tersebut secara material tidak benar atau menyesatkan atau tidak menentukan kebenaran material dari pernyataan atau keterangan tersebut dengan alasan :
 - Dengan berbagai pernyataan dan rencana yang dibuat pihak afiliasi tentang penawaran tender, justru ketika harga mencapai Rp 2400,00 Duncanmill Holding menyatakan minat untuk menjualnya
 - Berarti pihak-pihak tersebut memang mengetahui bahwa pernyataan ataupun keterangan yang disebutkan secara material tidak benar dan menyesatkan.

Analisa hukum yang dikeluarkan merupakan inti dari pembahasan aspek hukum. Khusus tentang pengujian atas unsur-unsur yang terdapat pada pasal 91 dan 93 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, analisa tersebut membuktikan terpenuhinya unsur-unsur pelanggaran. Namun, mengingat upaya pembinaan atas pelaku pasar perlu terus dilakukan, maka sanksi yang diberikan hanya sanksi administratif dan denda.

Bagan 7

Sanksi Hukum Yang Diberikan Oleh Bapepam Kepada Pihak-pihak Yang Berkaitan Dengan Transaksi Di PT Bank Mashill Utama



Sumber : Biro Pemeriksaan & Penyidikan Bapepam

Bila dikaitkan dengan fungsi pengawasan di bursa efek, dalam mencegah timbulnya fenomena pengambilalihan akibat tindakan *take over*, hal tersebut berkaitan dengan gejala *take over* itu sendiri. Perlu dipikirkan ketentuan yang mengatur tentang keberadaan pemegang saham minoritas serta mencegah terjadinya praktek *insider trading*.

Langkah efektif agar semua pihak mematuhi prinsip-prinsip transparansi dalam penjualan atau pembelian saham emiten atau perusahaan publik yang akan menjadi sasaran target adalah dengan menegakkan kewajiban untuk melaporkan

kepemilikan saham bagi pihak yang telah mencapai 5%. Dalam ketentuan pasar modal Amerika Serikat mewajibkan komisaris, direksi atau pegawai perusahaan publik yang memiliki 10% saham di perusahaan tersebut untuk melaporkan transaksi yang mereka lakukan dengan cara mengisi form 4 yakni mengenai *Statement of Changes in Beneficial Ownership of Securities*³⁹.

Di dalam kerangka keterbukaan inilah bursa efek dapat segera memberitahu Bapepam bahwa telah terjadi perubahan kepemilikan yang signifikan di pasar. Tentunya bila terdapat penjualan oleh orang dalam (*insider*) maka dapat diketahui kepentingan dasar penjualan saham tersebut, agar jangan sampai ada informasi penting disembunyikan atas alasan penjualan tersebut. kerangka hukum lainnya yang berkaitan dengan *take over* atas emiten atau perusahaan efek adalah pembatasan dan aturan-aturan hukum lain yang ditetapkan Bank Indonesia atas penguasaan saham, yang bertujuan mengontrol kepemilikan saham bank⁴⁰. Di samping itu juga adanya keharusan menjalankan prinsip *disclosure* bagi pihak yang ingin mengambil entitas bank di bursa, hal ini diwajibkan Bank Indonesia. Hal lainnya menyangkut indikasi adanya pelanggaran terhadap mekanisme penguasaan saham melalui aturan *tender offer*, hal ini penting mengingat dalam banyak kasus tindakan tersebut tidak jarang hanya merupakan akal-akalan dari pihak emiten atau perusahaan publik itu sendiri untuk menguasai perusahaannya kembali dengan perpanjangan tangan perusahaan atau pihak lain yang notabene masih mempunyai hubungan dengan perusahaan inti. Penekanan terhadap hal ini sangat penting, khususnya bagi Bapepam untuk mengambil langkah tegas dalam pengawasannya secara efektif.

Mekanisme yang ada di dalam pengaturan tentang penawaran tender dalam pasal 83 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, di mana penerapannya diatur oleh Peraturan No IX yang berdasarkan Keputusan Ketua Bapepam No 85 tanggal 24 Januari 1996, memberikan suatu pagar hukum bagi pihak yang akan mengambil alih dan mengontrol jalannya perusahaan publik. Tata cara dan sistem yang diterapkan membuat pengambilalihan yang langsung

³⁹ I Putu Gede Ary Suta, *Menuju Pasar Modal Modern*, Jakarta, Yayasan Sad Satriya Bhakti, 2000, hlm.126

⁴⁰ Aburizal Bakri, *Ketika Emiten Tanpa Pengendali*, Kompas, 21 Juli 2002, hlm. 27

menguasai kepemilikan secara *market share* tidak memungkinkan untuk dilaksanakan. Sehingga pengambilalihan atas target perusahaan akan berjalan baik bila pendiri perusahaan rela melepaskannya terlebih dahulu. Untuk itu diperlukan suatu negosiasi awal dan persiapan untuk menentukan harga pasar yang wajar dalam rencana penawaran tender tersebut.

Untuk memberikan perlindungan dan jaminan hukum dari tindakan kejahatan ekonomi seperti halnya yang terjadi pada industri pasar modal sulit bila hanya mengandalkan pada perangkat hukum yang berisi peraturan-peraturan yang spontan dan generalis tetapi membutuhkan senjata hukum yang memang secara khusus dirancang untuk setiap jenis kejahatan dan pelanggaran. Terus terang saja, bila hanya mengandalkan pasal-pasal penipuan atau penggelapan bagi penulis sudah tidak mungkin dan kurang efektif untuk kondisi saat ini. Misalnya saja seperti kasus Bank Mashill Utama, Bank BCA maupun Indosat ataupun bentuk-bentuk gugatan lain yang ditujukan kepada emiten atau perusahaan publik dan pelaku pasar modal lainnya umumnya penyelesaian hukumnya belum dianggap memuaskan. Belum lagi bila dilihat pada kasus-kasus yang tersembunyi di mana tidak terungkap ke permukaan dan sulit dibuktikan oleh ketentuan hukum yang ada.

Bila berbicara tentang kerangka hukum, maka harus dipisahkan antara *investment rule* (peraturan-peraturan tentang tata cara investasi misalnya paket-paket tentang kebijakan ekonomi) yang umumnya lebih bersifat administratif dengan *investment law* (hukum yang mengatur atas segala bentuk dan akibat dari investasi) yang cenderung lebih permanen dan memiliki jangkauan yang sangat luas. Fokus dari kerangka hukum yang dapat mencegah timbulnya kejahatan ekonomi serta pelanggaran lainnya harus berasal dari adanya landasan yuridis yang bersifat sebagai payung untuk setiap bidang dan aktifitas perekonomian.

Ketentuan hukum materiil seperti KUHP, KUHper ataupun KUHD, hanya mengandung unsur-unsur yang bersifat sangat generalis dan tidak mempunyai kemampuan optimal untuk memilah-milah setiap bagian dalam suatu transaksi ekonomi yang terjadi di dalam industri keuangan yang dapat ditentukan ke dalam beberapa sektor penting lainnya seperti sektor perbankan, asuransi, dana

pensiun dan pasar modal di mana penulis menganggap bahwa sektor-sektor tersebut adalah yang paling rawan untuk timbulnya kejahatan ekonomi. Derajat kerawanan dalam setiap bidang usaha banyak ditentukan oleh tingkat konflik kepentingan yang terjadi di dalamnya. Untuk itu, asumsi pembentukan hukum untuk mencegah timbulnya kejahatan ekonomi hendaknya terlebih dahulu memprioritaskan pengaturan terhadap pencegahan konflik kepentingan.

Di atas telah penulis gambarkan contoh aktual yang mana umumnya adalah kasus yang berasal dari pasar modal Indonesia. Mengapa justru banyak gejala sifat kejahatan ekonomi berasal dari pasar modal, karena memang dari pasar modal menghendaki suatu keterbukaan dan dipatuhinya penerapan atas prinsip *disclosure* sehingga bila timbul suatu gejala yang tidak beres baik itu menyangkut emiten atau perusahaan publik maupun pelaku bursa lainnya, maka harus ada keterbukaan sehingga dapat diketahui oleh investor yang memang berhak atas informasi tersebut. Hal yang perlu diingat mengenai tingkat konflik kepentingan yang terjadi antara pihak di bursa relatif lebih tinggi dibandingkan sektor usaha lainnya karena melibatkan banyak pihak yang berkepentingan, sehingga mengundang suburnya praktek-praktek yang tidak *fair*, merugikan publik atau transaksi yang hanya menguntungkan pihak lain saja.

Masalah perlindungan hukum adalah sesuatu yang klasik dalam upaya mendapatkan keadilan bila setiap aktivitas ekonomi setiap subyek untuk tanpa terkecuali. Perlindungan hukum dari tindakan para pelanggar adalah dengan jalan membuat ketentuan hukum yang secara spesifik mengatur setiap bagian dan aktifitas dengan tegas dan jelas. Sistematisa pembentukan hukumnya senantiasa bersumber dari kebutuhan dan gejala-gejala yang berkembang di masyarakat.

Pemikiran yang menganggap bahwa hukum diciptakan untuk membatasi atau menghambat gerak ekonomi adalah pemikiran yang sempit dan sudah tidak dapat dipakai lagi pada saat ini. Sebaliknya bahwa hukum diciptakan adalah sebagai alat legalitas bagi setiap refleksi kepentingan dan kemajuan ekonomi dengan tetap berpatokan pada norma hukum, ekonomi, sosial, budaya dan politik dengan dimensi internasional. Dalam bidang ekonomi terdapat adanya pihak produsen dan konsumen atau emiten dengan investor yang masing-masing

dilengkapi oleh komunitas profesional yang menjadi elemen penggerak untuk mempertemukan setiap kepentingan. Di samping adanya hukum yang dapat mencegah timbulnya kejahatan ekonomi, maka ada pun etika atau nilai-nilai yang disepakati oleh sebuah komunitas untuk dipatuhi dan dijalankan bersama-sama.

Nilai etika dalam ekonomi biasanya disebut etika bisnis yang memiliki variasi dan standar kepatuhan sesuai dengan masing-masing bidang. Pelanggaran atas etika bisnis biasanya dapat dijadikan indikator awal atas pelanggaran kepatuhan diri anggota kelompok profesi itu, walaupun tindakannya tidak dapat digolongkan sebagai kejahatan. Konsepsi tersebut memandang peran serta suatu kelompok profesi dalam mencegah suatu kejahatan ekonomi. Kelompok profesi yang berkiblat pada perbankan, asuransi, dana pensiun, pasar modal atau lainnya yang saling memiliki kepentingan dari salah satu bidang ekonomi diatas hendaknya memiliki fungsi sebagai alat kontrol diri atas tindakan atau praktek yang tergolong sebagai suatu kejahatan ekonomi. Kekuatan dari suatu sanksi yang dikeluarkan kelompok profesi umumnya lebih efektif, cepat dan informatif bagi masyarakat sehingga pengguna atau masyarakat yang terlibat dengan profesi itu akan cepat mengetahui dan mempergunakan alat hukum sebagai upaya individual mereka.

Sejauh ini agaknya kontribusi kelompok profesi dalam mencegah atau melaporkan adanya praktek yang merusak etika bisnis belum dapat diandalkan benar, namun yang terjadi suatu profesi bergeser pada proteksi atau sebagai alat untuk mencapai tujuan dan kepentingan usaha mereka. Kasus-kasus yang terungkap ke permukaan umumnya lebih banyak bersumber dari keluhan atau bukti-bukti masyarakat dan barulah kelompok profesi tersebut bertindak. Untuk itulah kerangka hukum atas peran maupun kedudukan dari sebuah lembaga profesi untuk bidang atau sektor yang terkait tersebut harus diatur di dalam kerangka hukum yang tegas, sehingga keberadaannya tidak disalahkan.

Fokus yang harus diperhatikan menyangkut pencegahan, timbulnya sebuah kejahatan ekonomi adalah pembentukan kerangka hukum yang spesifik atas setiap sektor atau industri keuangan yang ada. Kerangka hukum yang diciptakan hendaknya sistematis dibuat oleh sekelompok orang-orang yang

memahami benar bidangnya. Perlindungan hukum akan lebih memberikan rasa aman dari praktek yang tidak jujur dan juga harus memberikan sanksi tegas atas setiap pihak-pihak yang terbukti terlibat.

b. Peranan Para *Insider* (Orang Dalam) Sebagai Potensi Terjadinya Praktek *Insider Trading*

Praktek *Insider trading* yang berlaku meliputi pemanfaatan informasi yang tidak dipublikasikan untuk memperjual belikan saham di bursa efek. Kejahatan seperti *insider trading* bisa diilustrasikan sebagai berikut : manajemen sebuah perusahaan yang mengetahui terlebih dahulu bahwa perusahaan akan berperforma jelek atau bahkan akan bangkrut tetapi informasi ini belum diperoleh oleh pasar, maka manajemen bisa melepas saham yang dimilikinya, biasanya dalam jumlah besar. Kemudian masyarakat akan terkecoh karena beberapa waktu kemudian mereka menyadari adanya informasi tersebut setelah harga saham anjlok.

Kemungkinan lain adalah adanya kejahatan oleh akuntan publik yang mengetahui adanya kesulitan keuangan kliennya ketika memeriksa laporan keuangan perusahaan. Akuntan tersebut segera menjual seluruh saham yang dimiliki yang dimiliki pula oleh rekan-rekannya yang menyebabkan beberapa saat kemudian harga saham merosot cepat. Ilustrasi tersebut menunjukkan bagaimana rangkaian kegiatan dalam sebuah pelanggaran di lantai bursa yang bisa sangat berliku dan melibatkan para pihak yang ikut serta dalam transaksi efek. Para pihak tersebut utamanya para orang dalam (*insider*) yang secara garis besar meliputi empat institusi, diantaranya, perusahaan yang mengeluarkan surat berharga (emiten), bursa efek, *intermediaries*, dan badan independen atau badan pengawas.

Emiten

Perusahaan yang mengeluarkan saham merupakan institusi yang memperoleh dana dari pengeluaran saham pertama kali. Perusahaan ini akan mengoperasikan dana yang dititipkan oleh investor (pemilik dana) agar dana tersebut berkembang menjadi lebih besar dan mampu memberikan kesejahteraan lebih baik pada pemilik dana. Setelah dana dimanfaatkan, maka perusahaan secara

teoritis tidak terkait langsung dengan pemilik. Manajemen perusahaan ini akan berusaha untuk beroperasi secara efisien dan efektif agar para pemegang saham percaya. Kepercayaan ini menyebabkan pemegang saham melalui rapat umum pemegang saham memilih dan mempercayakan kepemimpinan perusahaan pada grup manajemen tersebut.

Emiten tidak terlibat langsung dan tidak mempunyai kepentingan langsung setelah saham diperjualbelikan di pasar sekunder. Kepentingan perusahaan hanyalah *mensupply* informasi tentang operasi perusahaan kepada pemegang saham agar pemilik mengetahui seberapa efektif manajemen perusahaan menjalankan dana yang dikelolanya.

Kemungkinan perusahaan melakukan kejahatan di bursa efek terjadi apabila manajemen mengeluarkan informasi yang menyesatkan dan pasar percaya bahwa informasi tersebut benar. Kejahatan semacam ini sangat dimungkinkan apabila manajemen dinilai prestasinya berdasarkan kinerja yang di *proxy* kan dengan harga saham⁴¹.

Bursa Efek

Bursa efek merupakan tempat di mana surat berharga bisa diperjual belikan setelah pengeluaran perdana saham atau setelah pasar primer. Bursa efek disebut pasar sekunder seperti Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya. Tugas utama dari bursa efek adalah memberikan fasilitas dan kesempatan para investor dan perantara (*intermediaries*) untuk melakukan transaksi surat berharga. Selain itu bursa efek mempunyai kewajiban optional untuk *mensupply* pelaku pasar dengan informasi yang akurat seperti Indeks Harga Saham, Industry Index dan sebagainya.

Kemungkinan kejahatan yang bisa dilakukan yaitu dengan kolusi dan manipulasi informasi agar nampak pasar selalu dalam keadaan yang stabil dan

⁴¹ Mas'ud Machfoedz, *Kejahatan Pasar Modal Pengaruh dan Penanggulangan dari Sisi Bisnis dan Ekonomi*, disampaikan pada Seminar Sehari "Potensi-potensi Kejahatan Di Bursa Efek", Yogyakarta, 28 September 1996. *Proxy* merupakan hak yang diberikan oleh pemegang saham suatu perusahaan kepada seseorang untuk memberikan suaranya pada Rapat Umum Pemegang Saham perusahaan tersebut atau kewenangan (mandat) bagi seseorang untuk bertindak atas kepentingan pihak lain. Manajemen perusahaan perseroan biasanya meminta mandat dari pemegang saham yang tidak menghadiri rapat tahunan pemegang saham

terus berkembang dan berusaha agar tidak terjadi kondisi lesu. Kejahatan tersebut dimungkinkan untuk menjaga adanya penjualan secara besar-besaran saham atau surat berharga lainnya di pasar modal.

Intermediaries

Intermediaries adalah institusi-institusi yang menjadi perantara antara investor dan emiten. Atau dengan kata lain perantara dari yang mengeluarkan surat berharga dengan yang memegang surat berharga. *Intermediaries* ini meliputi Penjamin Emisi (*Underwriter*), Broker, Analis dan Perusahaan Investasi. Sebagai perantara, institusi-institusi ini sangat mungkin melakukan kejahatan dengan cara yang disebut *churning* yaitu melakukan transaksi atas nama investor yang terlalu sering sehingga biaya transaksinya menjadi sangat besar.

Tindakan pelanggaran yang lain misalnya dengan penyebarluasan informasi palsu mengenai suatu emiten dengan tujuan untuk mempengaruhi harga efek perusahaan dimaksud di bursa efek misalnya dengan menyebarkan isu atau rumors bahwa suatu emiten akan segera dilikuidasi sehingga menyebabkan harga efek perusahaan bersangkutan menukik tajam di bursa efek.

Badan Pengawas

Ada dua institusi pengawas dalam sistem bursa efek. Pengawas bursa efek yang disebut Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) dan badan pengawas perusahaan publik yang disebut akuntan publik. Badan Pengawas Pasar Modal mempunyai peran yang sangat penting dan strategis untuk melakukan pengawasan dan pengendalian kepada semua institusi terkait dengan pasar modal. Dari bursa efek itu sendiri sampai akuntan publik yang memeriksa perusahaan publik. Badan Pengawas Pasar Modal mempunyai kemungkinan untuk melakukan kejahatan.

Pada umumnya kejahatan yang sangat tinggi kualitasnya misalnya melakukan kolusi dengan emiten, pasar modal atau pihak lain untuk merugikan investor. namun hal ini sangat jarang terjadi. Apabila ini terjadi akan sangat merusak seluruuh sistem pasar modal dan akan mengakibatkan ketidakpercayaan masyarakat termasuk masyarakat internasional.

Pihak pengawas yang kedua adalah akuntan publik. Akuntan publik pada umumnya diminta oleh pemegang saham untuk mewakili mereka dalam

rangka operasi perusahaan dengan cara memeriksa dan memberikan pendapat (opini) tentang wajar tidaknya laporan keuangan yang disajikan oleh manajemen. Akuntan sangat mungkin melakukan kejahatan dengan cara memberikan informasi yang menyesatkan sehingga mempengaruhi pembuatan keputusan investasi yang keliru.

Hubungan Khusus *Fiduciary*

Pada dasarnya bursa efek adalah tempat yang digunakan untuk berkomunikasi antara pihak *fiduciary* yaitu pihak yang dipercaya untuk menjalankan dana dari pihak yang memberikan dana. Pemilik dana yang kurang mempunyai kemampuan mengoperasikan dananya menyerahkan dana yang dimiliki untuk dioperasikan oleh pihak yang diberi wewenang. Pihak yang diberi wewenang yang disebut manajemen akan mengoperasikan dana yang dipercayakan padanya seijin pemilik dana. Dalam kondisi semacam ini, maka ada keterbatasan pemilik dana untuk mengawasi perkembangan dananya. Oleh karenanya pemilik dana akan memantau kepemilikannya melalui informasi langsung dalam RUPS atau melalui mediasi tidak langsung melalui laporan yang dipublikasikan.

Dalam kondisi yang terbatas aksesnya inilah pemilik dana mempercayakan pihak ketiga untuk menilai apakah informasi dari pihak yang dipercaya benar-benar menyajikan informasi tentang kepemilikannya dan perkembangan dananya secara benar dan wajar. Pihak ketiga tersebut disebut akuntan publik. Dalam hubungan pemilik dan pihak terpercaya, maka akuntan publik dihadapkan pada kondisi yang sangat sulit. Akuntan publik diharuskan untuk memeriksa informasi yang disajikan oleh manajemen dan kemudian memberikan pendapat kewajarannya, di lain pihak yang memberikan *fee* pada akuntan adalah manajemen. Kondisi yang sulit ini bisa menyebabkan akuntan harus benar-benar menjaga jarak dengan manajemen. Artinya, akuntan harus benar-benar independen.

Hubungan ketiga pihak ini menjadi berkembang apabila perusahaan masih dimiliki oleh publik. Pemegang saham sebagai pemilik akan menjadi lebih luas dan banyak jumlahnya. Pemegang saham sebagai pemilik sudah tidak

mungkin lagi berhubungan langsung dengan manajemen dan akan berhubungan atas kepemilikannya dengan banyak pihak. Apabila kepemilikannya ingin dicairkan menjadi uang, maka dia harus melalui broker di pasar efek. Apabila dia ingin mempertahankan kepemilikannya maka dia harus mempercayakan kepemilikannya pada lembaga deposit.

Proses *fuiduciary* menjadi lebih kompleks dan rumit setelah pemegang saham menjadi sangat luas dan besar kepemilikan perusahaan mulai sering bertukar tangan. Makin sering saham bertukar tangan maka makin besar kemungkinan terjadi adanya manipulasi, kejahatan dan kecurangan. Dalam hal semacam ini ada kecenderungan pihak lain yang tidak berkepentingan mulai ikut campur dan hubungan pemilik dan manajemen menjadi tidak jelas.

Perusahaan efek merupakan institusi yang menjadi wahana dan jaringan penggunaan informasi orang dalam untuk membeli dan menjual saham. Sehingga keterlibatan seorang pialang dalam melegalisasikan praktek *insider trading* sering terjadi, atau terdapatnya kebocoran informasi dari penasihat investasi ke bagian *dealing room* sehingga informasi tersebut dimanfaatkan untuk membeli saham. Untuk membahas *insider trading* maka kita juga perlu melihat sejauh mana keneradaan standar operasional perusahaan efek yang dapat menciptakan terjadinya transaksi tersebut.

Seorang *insider* yang melakukan *insider trading* akan memilih pialangnya sebagai alat untuk mencapai tujuannya. Sejauh mana hal ini dapat terwujud, biasanya *insider* akan melakukan dengan pialang yang memiliki hubungan khusus atau terafiliasi, sehingga operasi pasar yang dilakukan dapat terdeteksi. Pola perdagangan *insider trading* akan terfokus kepada tujuan untuk mendapat saham dalam jumlah yang signifikan dengan harga semurah-murahnya agar keuntungan yang di dapat lebih besar.

Di dalam mekanisme dan standar operasional, perusahaan efek hendaknya menyeleksi nasabah-nasabah yang memiliki potensi dalam melakukan *insider trading*. Bahkan perlu dibuat batasan bagi komisaris, direktur atau pegawai emiten untuk membeli atau menjual saham perusahaan mereka dalam jumlah yang signifikan, dan berkewajiban menyampaikan penjelasan tentang

transaksi tersebut. Di dalam pasal 98 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal disebutkan bahwa informasi orang dalam mengenai emiten atau perusahaan publik dilarang melakukan transaksi efek emiten atau perusahaan publik tersebut, kecuali apabila :

- a. Transaksi tersebut dilakukan bukan atas tanggungannya sendiri, tetapi atas perintah nasabah ;
- b. Perusahaan efek tersebut tidak memberikan rekomendasi kepada nasabahnya mengenai efek yang bersangkutan.

Pasal tersebut di atas adalah aturan dasar yang harus dipegang oleh perusahaan efek atau pihak yang bekerja di perusahaan efek. Agar pihak tersebut jangan dianggap turut melegalkan *insider trading*, perlu diperhatikan hal-hal sebagai berikut ⁴²:

- a. Bila di dalam perusahaan efek yang memiliki divisi *investment banking, corporate finance* yang biasanya memiliki informasi material tentang suatu emiten yang sedang ditanganinya, maka divisi ini tidak diperbolehkan untuk dikunjungi atau sebaliknya dan berhubungan dengan divisi *trading* yang setiap hari melakukan transaksi saham emiten tersebut ;
- b. Bila ada seorang *sales* atau *trader* mengetahui adanya *insider information* atas saham suatu emiten, ia dilarang untuk memberitahu kepada nasabahnya, kecuali nasabah tersebut memberi perintah untuk kepentingannya sendiri ; dan
- c. Biasanya seorang *sales* atau *trader* dalam memberikan pelayanan kepada nasabah hendaknya hati-hati menyampaikan rekomendasi yang diberikan, karena bila ia memberikan informasi tersebut kepada nasabah yang lain, kemudian nasabah tersebut mempergunakannya, maka *sales* atau *trader* tersebut dapat terkena ketentuan *insider trading*.

Memang, keuntungan yang dihasilkan dari *insider trading* sangat menggiurkan. Pasar yang penuh dengan dinamika dan gejolak informasi akan senantiasa dibanjiri oleh informasi orang dalam. Dalam pengambilan keputusan investasi, seorang investor akan dihadapkan pada pilihan informasi yang bentuknya bisa disebut *rumors* (issu) atau fakta, namun banyak orang yang memburu *inside information* untuk membeli saham.

⁴² Indra Safitri, *Transparansi, Independensi Dan Pengawasan Kejahatan Pasar Modal*, Jakarta, Go Global Book (Book Publishing Division Safitri & Co), 1998, hlm. 236

Aspek lain yang menarik untuk dibahas sekitar kasus *insider trading* adalah menyangkut pola penyebaran informasi yang berlangsung kepada orang-orang terdekat. Pengertian orang-orang terdekat adalah menyangkut informasi yang diberikan oleh komisaris, direktur atau pegawai emiten kepada pihak lain, misalnya bapak, ibu atau saudara bahkan pacar. Kedekatan hubungan tersebut menunjukkan bahwa pemberian informasi hanya akan diberikan kepada orang-orang yang dipercaya. Bila dihubungkan dengan praktek *insider trading* sebagai suatu kejahatan, maka praktek kejahatan tersebut tidak berdiri dalam konteks praktisnya. Misalnya rangkaian perbuatan *insider trading* merupakan bagian dari pelanggaran prinsip-prinsip pasar modal seperti transparansi, *fairness* dan kejujuran. Hukum akan sulit membuktikan praktek *insider trading* dari sudut penggunaan informasi yang belum jadi milik publik sebab dalam hal ini masih terdapat wilayah 'abu-abu' yang secara teknis tidak mungkin memenuhi unsur-unsurnya. Dampaknya, pembuktian kasus-kasus *insider trading* memerlukan proses yang lama. Sehingga dapat dimengerti, ancaman yang begitu besar dibuat oleh Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal bagi pelaku *insider trading*, yaitu hukuman penjara 10 tahun dan denda 15 miliar rupiah. Semoga aturan ini dapat membuat orang berpikir dua kali sebelum melakukan *insider trading* di lantai bursa.

**c. Pemahaman Sempit Terhadap Prinsip Umum Transaksi Efek
Sebagai Celah Terjadinya Praktek *Insider Trading***

Undang-undang Pasar Modal Indonesia telah mengatur ketentuan tentang kategori *insider* di luar kategori *traditional insider*, seperti ketentuan kategori *insider* sementara (*temporary insider* atau *quasy insider*) yaitu orang-orang di luar perusahaan yang mempunyai hubungan *trust* dan *confidence* dengan perusahaan atau mereka itu mempunyai hubungan kerja jangka pendek dengan perusahaan yang mengakibatkan *fiduciary obligation* mereka kepada perusahaan⁴³, misalnya konsultan hukum, notaris, akuntan, penasehat investasi dan penjamin emisi.

Undang-undang Pasar Modal juga telah mengatur ketentuan kategori seseorang disebut *insider* walaupun seseorang tersebut tidak mempunyai hubungan *fiduciary duty* seperti terdapatnya ketentuan dalam Undang-undang Pasar Modal Indonesia yang menentukan penerima informasi (*tipee*) sebagai *insider*, namun Undang-undang Pasar Modal tidak mengatur ketentuan pihak lain yang menerima informasi tidak langsung dari *insider*, tetapi informasi diterima dari *tipee* yang lain (*secondary insider*) sebagai kategori *insider*. Tidak adanya pengaturan *secondary insider* dalam pemahaman terhadap prinsip umum yang berlaku dalam pasar modal menandakan Undang-undang Pasar Modal Indonesia belum secara maksimal menerapkan pertanggungjawaban hukum *insider* sesuai dengan pendekatan teori penyalahgunaan (*missappropriation theory*)⁴⁴. Oleh karena menurut teori penyalahgunaan tersebut bahwa seseorang tidak harus mempunyai hubungan dari suatu *fiduciary duty* tetapi mengikuti kewajiban umum keterbukaan di pasar modal.

Masalah yang menonjol dalam ketentuan *insider trading* sebagaimana terdapat dalam Undang-undang Pasar Modal Indonesia adalah berkaitan dengan ketentuan kategori *insider* yang belum cukup memadai. Di satu sisi, ketentuan kategori *insider* tersebut telah ada kemiripan dengan yang pernah berkembang di pasar modal Amerika Serikat. Artinya Undang-undang Pasar Modal Indonesia

⁴³ Donald C. Langenvoort, *Insider Trading Regulation 1989 Edition*, New York, Clark Boardman Company Ltd, 1989, hlm. 145

⁴⁴ *Ibid*, hlm. 174

dalam menentukan kategori *insider* tidak hanya menganut kategori *traditional insider*, seperti komisaris, direktur, pemegang saham utama dan pegawai perusahaan, karena kategori *insider* didasarkan dari seseorang yang mempunyai *fiduciary duty*.

Di sisi lain, Undang-undang Pasar Modal Indonesia telah mengatur ketentuan kategori *insider* di luar kategori *traditional insider* tersebut, seperti ketentuan kategori *insider* sementara (*temporary insider* atau *quasy insider*), yaitu orang-orang luar perusahaan yang mempunyai hubungan *trust* dan *confidence* dengan perusahaan yang mengakibatkan *fiduciary obligation* mereka kepada perusahaan, misalnya konsultan hukum, notaris, akuntan, penasehat investasi dan penjamin emisi.

Undang-undang Pasar Modal juga telah mengatur ketentuan kategori seseorang disebut *insider* walaupun seseorang tersebut tidak mempunyai hubungan *fiduciary duty* seperti terdapatnya ketentuan dalam Undang-undang Pasar Modal Indonesia yang menentukan penerima informasi (*tipee*) sebagai *insider*. Namun Undang-undang Pasar Modal tersebut tidak mengatur ketentuan pihak lain yang menerima informasi tidak langsung dari *insider*, tetapi informasi diterima dari *tipee* yang lain (*secondary tipee*) tersebut sebagai *insider* menandakan Undang-undang Pasar Modal Indonesia dalam mengatur rambu-rambu *insider trading* dan keadaan pengaturan tersebut membuktikan Undang-undang Pasar Modal Indonesia belum secara menyeluruh menerapkan pertanggungjawaban hukum *insider* sesuai dengan teori penyalahgunaan (*missappropriation theory*). Oleh karena menurut teori penyalahgunaan bahwa seseorang tidak harus mempunyai hubungan dari suatu *fiduciary duty* tetapi mengikuti kewajiban umum keterbukaan di pasar modal.

Perkembangan penerapan teori penyalahgunaan (*missappropriation theory*) dalam pengaturan *insider trading* perlu untuk dikaji dalam rangka perlindungan investor dari praktek *insider trading*. Selanjutnya yang perlu dikaji dalam masalah pengaturan *insider trading* adalah mengenai ukuran apakah yang dipakai untuk menentukan suatu informasi dikategorikan sebagai informasi

*nonpublic*⁴⁵. Pengkajian tersebut perlu untuk dilakukan, agar tidak menjadi hambatan dalam penentuan adanya *insider trading* atau penyelesaian kasus-kasus *insider trading*.

Praktek *insider trading* terjadi apabila seseorang membeli atau menjual saham berdasarkan informasi dari orang dalam yang tidak publik sifatnya⁴⁶. Posisi investor yang memperoleh informasi dari orang dalam tersebut lebih baik bila dibandingkan investor lain dalam perdagangan saham. Ia melakukan perdagangan saham yang tidak *fair*, sebab praktek *insider trading* menciptakan distorsi pada harga saham karena harga saham tersebut tidak direfleksikan berdasarkan informasi pasar yang efisien. Hal ini yang mendorong argumentasi bahwa *the deregulation of insider trading is often urged as one of the few reform with any real promise of increasing the informational efficient of securities prices*⁴⁷.

Untuk menghindari akibat yang berpotensi merugikan dan melindungi investor dari praktek *insider trading*, maka *insider trading* dikategorikan dalam penipuan. Peraturan Pasar Modal Indonesia juga telah membuat larangan tentang *insider trading*. Pasal 95 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyatakan :

Orang dalam dari Emiten atau Perusahaan Publik yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan pembelian atau penjualan atas efek :

- a. Emiten atau perusahaan publik dimaksud ; atau
- b. Perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan emiten atau perusahaan publik yang bersangkutan.

⁴⁵ Donald C. Langenvoort, *Opcit*, hlm.141

⁴⁶ Jack E.Karns dan Frederick P.Schadler, *The Fourth Circuit Breaks Ranks In United States v. Brian : Finally , A Repudiation of The Missappropriation Theory*, Washington & Lee Law Review Vol 53, 1996, hlm. 145. dinyatakan bahwa *insider trading occurs when a party to a securities transaction uses nonpublic information in connection with a securities trade*. Susan Laorde Martin, *SEC Rule 14 E-3 Is Valid : Arebutal*, American Business Law Journal Vol 30. 1992 hlm.728 yang menyatakan definisi *insider trading* sebagai *trading in the securities markets while a possession of material information (generally, information that would be important to an investor in making a decision to buy or sell a securities) that is not available to a general public*.

⁴⁷ Lynn A. Stout, *The Unimforntance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, Michigan Law Review Vol 87 , 1988,hlm.624

Peraturan pasar modal Indonesia juga membuat larangan mempengaruhi orang lain untuk melakukan transaksi atau memberikan tip kepada pihak lain.

Pasal 96 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyatakan :

Orang dalam sebagaimana dimaksud dalam pasal 95 dilarang :

- a. Mempengaruhi pihak lain untuk melakukan pembelian atau penjualan efek dimaksud ; atau
- b. Memberi informasi orang dalam kepada pihak manapun yang patut diduga dapat menggunakan informasi dimaksud untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek.

Di samping itu, peraturan pasar modal tersebut juga mengatur ketentuan siapa-siapa yang dikenakan larangan yang sama dengan larangan bagi *insider*.

Pasal 97 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyatakan :

- 1) Setiap pihak yang berusaha untuk memperoleh informasi orang dalam secara melawan hukum dan kemudian memperolehnya dikenakan larangan yang sama dengan larangan yang berlaku bagi orang dalam sebagaimana dimaksud dalam pasal 95 dan 96 ;
- 2) Setiap pihak yang berusaha untuk memperoleh informasi orang dalam dan kemudian memperolehnya tanpa melawan hukum tidak dikenakan larangan yang berlaku bagi orang dalam sebagaimana dimaksud dalam pasal 95 dan 96, sepanjang informasi tersebut disediakan oleh emiten atau perusahaan publik tanpa pembatasan.

Walaupun peraturan *insider trading* tersebut telah mengatur larangan *insider trading* dan ketentuan yang berkenaan dengan *insider* atau penerima informasi, namun disadari peraturan tersebut belum cukup untuk mengatasi praktek *insider trading*. Tidak cukupnya peraturan *insider trading* tersebut dapat dipahami dari masalah-masalah yang timbul dalam pelaksanaan peraturan tersebut. Misalnya tidak cukupnya ketentuan kategori *insider* dalam kaitannya dengan *tipee* dan *secondary tipee*. Di samping itu, peraturan *insider trading* tersebut tidak secara menyeluruh menerapkan teori penyalahgunaan (*missappropriation theory*) sebagaimana diterapkan di Amerika Serikat.

Mengingat sampai sekarang di Indonesia belum ada yurisprudensi mengenai *insider trading*, maka masalah-masalah yang timbul dari praktek *insider trading* dapat diatasi dengan perbaikan terhadap peraturan *insider trading* yang sedang berlaku di pasar modal Indonesia. Kekurangan peraturan *insider trading* di

pasar modal Indonesia berkaitan dengan tidak cukupnya ketentuan kategori *insider* di luar kategori *traditional insider*, seperti ketentuan yang menentukan penerima informasi (*tipee*) sebagai *insider* dan ketidakcukupan pengaturan ketentuan pihak lain yang menerima informasi tidak langsung dari *insider*, tetapi informasi diterima dari *tipee* yang lain (*secondary tipee*) sebagai kategori *insider*. Dengan perkataan lain, peraturan *insider trading* belum secara tuntas dan menyeluruh menerapkan pertanggungjawaban hukum *insider* sesuai dengan pendekatan teori penyalahgunaan (*misappropriation theory*). Selanjutnya, kekurangan peraturan *insider trading* tersebut dapat diamati dari ketidakcukupan pengaturan yang dipakai untuk menentukan informasi dikategorikan sebagai informasi *non public* dalam *insider trading*. Tiadanya pengaturan tentang teori yang berkenaan dengan penyalahgunaan membuat pihak-pihak yang terlibat dalam perdagangan saham memanfaatkannya sebagai celah yang secara mudah melakukan pelanggaran.

Apabila disimak praktek *insider trading* dalam kegiatan perdagangan saham di pasar modal, maka hal yang harus diperhatikan dalam perdagangan saham tersebut harus dipenuhi unsur-unsur *insider trading*. Unsur yang paling penting adalah menenukan pihak yng digolongkan ke dalam kategori *insider*. Apabila hal ini dipenuhi maka harus pula ada ketentuan yang mengatur tentang pihak-pihak yang secara hukum dilarang menggunakan informasi tentang perusahaan untuk keuntungan pribadinya.

Peraturan *insider trading* di pasar modal Indonesia telah melarang praktek *insider trading* sebagaimana diuraikan di muka. Diantaranya adalah melarang *corporate raiders* yang mempunyai *inside information* melakukan pembelian atau penjualan saham perusahaan tempat ia bekerja atau perusahaan lain yang melakukan perdagangan saham dengan perusahaan tersebut. Selanjutnya peraturan tersebut menetapkan yang termasuk *corporate raiders* adalah komisaris, direksi, pemegang saham utama, pegawai perusahaan, seseorang yang karena kedudukannya atau profesinya atau karena hubungan usaha dengan emiten atau perusahaan publik yang memungkinkan seseorang memperoleh *inside information* seperti halnya konsultan hukum, notaris, akuntan atau penasihat keuangan dan

investasi serta pemasok atau kontraktor emiten atau perusahaan publik tersebut. Mereka yang dikategorikan sebagai *corporate raiders* tersebut masih tetap disebut *insider* selama 6 bulan sejak mereka tidak lagi menduduki jabatan atau hubungan dengan emiten/perusahaan publik yang bersangkutan. Hal tersebut sesuai dengan penjelasan pasal 95 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Secara tradisional, komisaris, direktur, pemegang saham utama dan pegawai perusahaan termasuk sebagai *insider*. Komisaris dan direktur dikategorikan sebagai *insider* adalah didasarkan atas pertimbangan bahwa mereka termasuk orang yang wajib memegang *fiduciary obligation* dalam hal loyalitasnya kepada perusahaan. Di pihak lain, mereka termasuk orang-orang yang dapat mengendalikan serta mengetahui kegiatan atau operasi perusahaan. Di pihak lain, mereka termasuk orang-orang yang dapat mengendalikan serta mengetahui kegiatan atau operasi perusahaan setiap hari. Sehingga mereka memiliki informasi perusahaan paling sensitif, sedangkan kategori *insider* bagi pemegang saham utama (*controlling shareholders*) didasarkan atas ketentuan hukum perusahaan yang menetapkan suatu *fiduciary obligation* dari suatu *fairness* dan loyalitas terhadap siapa-siapa yang memiliki pengawas atau pengendali aktivitas perusahaan yang mereka miliki, walaupun mereka tidak menduduki direktur atau pegawai, namun mereka bukan berarti tidak memiliki *fiduciary*⁴⁸.

Kategori karyawan emiten atau perusahaan publik sebagai *insider* memiliki tugas dan kewajiban menjaga loyalitas termasuk tanggungjawab mereka untuk tidak memanfaatkan keuntungan dari informasi rahasia yang diperoleh sehubungan dengan pekerjaannya di perusahaan. Kasus *Texas Gulf Sulphur*, membahas informasi material mengenai pengeboran di Timmins, Ontario dan informasi ini belum diungkapkan untuk umum. Pegawai *Texas Gulf Sulphur* yaitu Drake dan Coates (geologist) telah mengungkapkan informasi yang bersifat rahasia itu dan merekomendasikan kepada beberapa manajemen atau pegawai *Texas Gulf Sulphur* untuk membeli saham perusahaan itu. Pengadilan

⁴⁸ Lewis D. Salomon & Alan R. Palmer, *Corporations Example and Explanation*, Boston, Little Brown and Company, 1994, hlm. 395.

memutuskan perbuatan mereka ini sebagai *insider trading* dan khusus bagi Drake dan Coates dikategorikan sebagai *insider* ⁴⁹.

Kategori-kategori *insider* tersebut merupakan contoh klasik dari seseorang yang mempunyai *fiduciary duty* atau yang disebut dengan *traditional insider*. Peraturan *insider trading* di pasar modal Indonesia telah menetapkan *insider* dalam kategori *traditional insider* tersebut. peraturan tersebut juga menetapkan kategori *insider* sementara (*temporary insider* atau *quasy insider*). Bila kategori *traditional insider* secara nyata merupakan orang-orang yang bekerja dalam perusahaan, maka *insider* dalam kategori *temporary insider* atau *quasy insider* ini merupakan orang-orang luar perusahaan. Tetapi mereka mempunyai hubungan *trust* dan *confidence* dengan perusahaan. Tetapi mereka mempunyai hubungan jangka pendek yang mengakibatkan *fiduciary obligation* mereka kepada perusahaan. Pemikiran ini yang membuat profesi penunjang pasar modal, seperti konsultan hukum, notaris, akuntan, dan penilai dikategorikan sebagai *insider*.

Dengan demikian teori klasik *insider trading* yang menentukan bahwa suatu pelanggaran dalam *insider trading* adalah didasarkan kepada hubungan para pihak dalam transaksi atau mempunyai *fiduciary duty*. Apabila teori klasik *insider trading* ini dianut dalam menyelesaikan masalah *insider trading*, maka seseorang yang tidak mempunyai *fiduciary duty* tetapi ia melakukan perdagangan saham dengan menggunakan *materiel nonpublic information* tidak dianggap melakukan *insider trading*. Akibat teori ini, apa yang diinginkan peraturan *insider trading* sebagai perlindungan investor tidak tercapai secara maksimal. Karena teori klasik yang mendasarkan kategori *insider* kepada *fiduciary duty* memberikan kesempatan atau tidak larangan bagi seseorang yang tidak mempunyai *fiduciary duty* melakukan *insider trading*.

Perkembangan penentuan *insider* dari *traditional insider* kepada teori penyalahgunaan (*missappropriation theory*) perlu dikaji untuk mengisi ketidakcukupan peraturan kategori *insider* di pasar modal Indonesia. Karena tanpa

⁴⁹ Donald C. Langenvoort, *Loccit*, hlm. 43. *SEC v Texas Gulf Sulphur*, 401 F2d. 833 (2d. Cir, 1968)

penerapan teori penyalahgunaan secara menyeluruh dapat menimbulkan masalah dalam menentukan kategori *insider* dan sekaligus menjadi hambatan dalam mengatasi praktek *insider trading*. Peraturan *insider trading* di pasar modal Indonesia telah mengatur ketentuan kategori seseorang disebut *insider* tidak saja hanya mempunyai hubungan *fiduciary duty* misalnya ketentuan *tipee* sebagai *insider*. Namun, peraturan tersebut tidak mengatur ketentuan 'pihak lain yang menerima informasi tidak langsung dari *insider* tetapi informasi diterima dari *tipee* yang lain (*secondary tipee*) sebagai kategori *insider*. Tidak adanya pengaturan tentang *secondary tipee* menandakan peraturan *insider trading* belum menganut teori penyalahgunaan (*misappropriation theory*) secara menyeluruh sehingga kurang maksimal dalam menjaring pelaku *insider trading*.

Peraturan pelaksanaan prinsip *disclosure* di Indonesia belum cukup untuk mengatur keterbukaan wajib. Beberapa peraturan berkenaan dengan keterbukaan wajib perlu diperbaiki, agar investor dapat memperoleh informasi yang benar, jelas dan jujur mengenai kondisi emiten. Tanpa perbaikan peraturan tersebut tujuan pelaksanaan keterbukaan wajib menjadi terhambat dan membuat celah (*loophole*) yang dapat dimanfaatkan orang yang beritikad buruk. Peraturan prinsip keterbukaan yang terperinci secara substansial dapat menentukan pada saat kapan informasi disampaikan dan juga menentukan cara pengawasan pelaksanaan keterbukaan. Apabila celah tersebut tidak segera diatasi, maka pernyataan yang menyesatkan dalam bentuk penyalahgunaan wewenang yang merupakan inti kejahatan pasar modal menjadi sulit diatasi.

2) Penerapan Prinsip *Disclosure* Sebagai Sarana Pencegahan Praktek *Insider Trading* Dalam Transaksi Efek

a. Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Sebelum Pernyataan Menjadi Efektif

Tujuan keterbukaan dalam pelaporan keuangan maupun non keuangan dalam pasar modal adalah untuk menyajikan informasi keuangan yang diperlukan dalam rangka menciptakan pasar modal yang efisien. Hal ini berarti bahwa dalam rangka menciptakan suatu pasar modal yang efisien dan efektif, diperlukan data yang cukup yang akan tersedia bagi semua pihak yang berkepentingan dalam pasar modal. Berbagai peraturan pelaksanaan pasar modal mempersyaratkan perusahaan-perusahaan yang menawarkan saham mereka untuk dijual kepada publik harus menyatakan informasi dengan berlandaskan pada prinsip *disclosure* yang penuh, bersih dan benar. Dalam hubungannya dengan saham yang hendak ditawarkan di bursa, salah satu aspek yang perlu diperhatikan adalah kecukupan akan informasi yang tersaji bagi para investor maupun emiten atau perusahaan publik.

Dari uraian terdahulu dapatlah kiranya dilihat bahwa pada dasarnya prinsip-prinsip yang dilatarbelakangi oleh prinsip *disclosure* secara garis besar terpolakan sebagai berikut :

- a. Keterbukaan yang harus dipenuhi oleh perusahaan dalam rangka penyampaian pendaftaran ;
- b. Keterbukaan periodik setelah pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif atau efek perusahaan terdaftar di bursa ; dan
- c. Keterbukaan yang sifatnya khusus, yaitu berupa penyampaian informasi penting dan relevan yang dipandang akan mempengaruhi harga saham ataupun keputusan investasi para pemodal.

Sehubungan dengan itu, dalam pelaksanaan prinsip *disclosure* sebelum pernyataan menjadi efektif setidaknya terdapat hal-hal yang penting menjadi perhatian diantaranya adalah mengenai isi prospektus yang merupakan inti dari informasi yang berasal dari emiten yang menawarkan efeknya kepada para investor. Adapun kritik terhadap isi prospektus diantaranya sebagai berikut :

- Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Mengenai Perlindungan Hak Tenaga Kerja

Peraturan Bapepam berkenaan dengan penyampaian informasi perlindungan hak tenaga kerja disadari belum cukup sebagai perlindungan hak tenaga kerja. Oleh karena peraturannya belum harmonis sesuai dengan kebijakan sosial. Peraturan Bapepam tersebut hanya mengatur penyampaian informasi berkaitan dengan rincian pegawai menurut jabatan dan pendidikan, sarana pendidikan dan pelatihan tenaga kerja asing dan sarana kesejahteraan, seperti pengobatan, transportasi, perjanjian tenaga kerja, jamsostek, koperasi dan dana pensiun. Ketentuan tersebut sebagaimana tertera dalam Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-49/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996. Peraturan Nomor IX.B.1 tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Pernyataan Pendaftaran Perusahaan Publik.

Di samping itu, penyampaian informasi mengenai tenaga kerja emiten lainnya dipersyaratkan dalam standar laporan pemeriksaan dan pendapat hukum Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal, yang memuat standar pemeriksaan antara lain upah minimum regional, dan ijin-ijin khusus di bidang ketenagakerjaan seperti ijin untuk bekerja malam hari.

Peraturan penyampaian informasi perlindungan hak tenaga kerja perlu diperbaiki sesuai dengan ketentuan standar ketenagakerjaan yang berkembang sekarang ini sejalan dengan perkembangan isu ketenagakerjaan dalam era globalisasi atau standar ketenagakerjaan yang transnasional yang memberikan alasan suatu masalah ekonomi dapat menjadi harmonis dengan adanya kebijakan sosial. Karena standar ketenagakerjaan menjadi penting, maka standar ketenagakerjaan tersebut dapat dituangkan sebagai aturan dalam pembangunan ekonomi dan pemeliharaan kompetisi yang dinamis dalam sistem ekonomi. Bila perusahaan mengalami pemogokan-pemogokan karena ketidakpuasan buruh, maka hal ini akan menghambat produksi dan merugikan perusahaan. Akhirnya berakibat kepada turunnya harga saham yang pada akhirnya merugikan investor.

Berdasarkan penentuan standar ketenagakerjaan tersebut, maka dapat diterapkan penerapan standar yang perlu dicantumkan dalam prospektus emiten

dalam ketentuan-ketentuan, seperti pengembangan sistem pengupahan, promosi tenaga kerja, kompensasi, dan pembagian keuntungan atau rencana pembagian produksi serta pemberian hak membeli saham kepada tenaga kerja. Adapun ketentuan tersebut dapat diperinci sebagai berikut ⁵⁰ :

1. Ketentuan sistem pengupahan yang dilaksanakan emiten sesuai dengan yang disampaikan dalam prospektus akan lebih memadai bagi kesejahteraan, jika dilakukan dengan rencana upah insentif, rencana upah tersebut didasarkan pada metode borongan dalam memberikan pembayaran upah ;
2. Ketentuan promosi tenaga kerja bukan saja bermanfaat bagi karyawan tetapi juga bermanfaat bagi perusahaan. Karena itu manajemen harus mengetahui keadaan para tenaga kerja yang berjasa untuk menempatkan mereka pada tempat yang paling banyak mereka menghasilkan. Dengan cara tersebut produktivitas dan moril akan meningkat ;
3. Ketentuan kompensasi adalah pemberian penghargaan di luar penghargaan finansial, seperti pembayaran gaji, pembagian keuntungan dan pembayaran dana pensiun. Karena itu kompensasi yang dimaksud dalam ketentuan ketiga tersebut adalah pemberian penghargaan dalam bentuk nonfinansial, seperti pemberian penghargaan terhadap kondisi kerja yang baik dari tenaga kerja, meliputi penghargaan atas prestasi dan jenis-jenis lain dari keuntungan-keuntungan pekerjaan ;
4. Ketentuan pembagian keuntungan adalah menunjuk pada rencana pembayaran upah yang menyediakan upah di luar jadwal upah dasar;
5. Ketentuan rencana pembagian produksi. Ketentuan ini pada dasarnya serupa dengan keuntungan di muka, oleh karena rencana pembagian tersebut menggunakan usaha-usaha kerjasama antara manajemen dan tenaga kerja ; dan
6. Ketentuan pemberian hak membeli saham. Ketentuan pendekatan pemberian hak tersebut sangat populer pada saat sekarang ini, sebagai pemberian suatu penghargaan kepada tenaga kerja. Dengan pendekatan tersebut tenaga kerja diberikan kesempatan untuk membeli saham.

Dengan pencantuman ke enam ketentuan standar ketenagakerjaan tersebut dalam peraturan pelaksanaan prinsip *disclosure* berkenaan dengan perlindungan hak tenaga kerja pada dasarnya membuat keterbukaan perlindungan tenaga kerja cukup memadai, dan emiten atau perusahaan publik harus

⁵⁰ Bismar Nasution, *Keterbukaan Dalam Pasar Modal*, Jakarta, Fakultas Hukum Universitas Indonesia Program Pascasarjana, 2001, hlm. 217

menyampaikannya kepada publik melalui prospektus. Kecukupan informasi tentang hak tenaga kerja emiten atau perusahaan publik, pada gilirannya dapat melindungi kepentingan investor untuk mengakses kondisi kesejahteraan atau keadaan ketenagakerjaan atau keadaan ketenagakerjaan dari emiten. Mengingat masalah upah tenaga kerja emiten atau perusahaan publik dapat mempengaruhi harga saham di pasar modal.

▪ Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Mengenai Perlindungan Konsumen

Masalah produk emiten atau perusahaan publik, khususnya emiten pabrikan yang akan *go publik* termasuk sebagai topik yang harus dilaporkan oleh pihak emiten atau perusahaan publik kepada Bapepam. Pada proses pernyataan pendaftaran emiten di Bapepam, emiten harus melaporkan produknya dan hasil laporan tersebut disampaikan kepada masyarakat dalam rangka memenuhi prinsip *disclosure* atas produknya melalui prospektus emiten. Peraturan Bapepam mengenai prospektus menetapkan bahwa penyampaian informasi produk emiten diiringi dengan penyampaian keterkaitan antara produk dan resiko usaha yang timbul dari persaingan dan pasokan bahan baku.

Peraturan Bapepam tentang pelaksanaan prinsip *disclosure* berkenaan dengan perlindungan konsumen juga diatur dalam ketentuan Bapepam mengenai Pernyataan Pendaftaran yang harus mencakup semua informasi atau fakta materiel mengenai perusahaan publik, antara lain informasi produksi :

“ Keterangan tentang proses produksi dan pengendalian mutu, termasuk uraian secara umum mengenai status pengembangan produk dan jasa tertentu, serta apakah perkembangan tersebut memerlukan investasi yang relatif berarti.

Apabila keterangan di maksud dapat merugikan kedudukan perusahaan dalam persaingan, maka keterangan dimaksud tidak wajib diungkapkan. Ketentuan ini tidak dimaksudkan sebagai keharusan pengungkapan keterangan tentang perusahaan yang tidak layak terbuka untuk umum oleh karena dapat merugikan persaingan Perusahaan Publik ”.

Apabila peraturan penyampaian informasi mengenai produk emiten berkenaan dengan perlindungan konsumen dikaitkan dengan kepentingan investor, maka peraturan tersebut belum cukup. Hal tersebut didasarkan atas alasan:

- a. Kecukupan informasi produk bagi investor adalah apabila emiten menyampaikan tujuan dari harga atau penentuan harga dari produk tersebut. Pentingnya informasi harga produk didasarkan pada tujuan penetapan harga, karena perusahaan menetapkan harga adalah untuk mencapai tujuan-tujuan tersebut ; dan\
- b. Kepentingan investor hanya akan terlindungi dalam pembelian saham emiten yang kondisi produknya disampaikan secara jelas dan cukup serta sesuai dengan standar yang diperlukan, termasuk standar yang ditetapkan peraturan.

Dengan demikian, produsen yang termasuk sebagai perusahaan publik harus menghindari pernyataan salah atau menyesatkan sebab pernyataan yang demikian dapat merugikan investor. Dalam hal ini perlu memperbaiki peraturan pelaksanaan prinsip *disclosure* berkenaan dengan perlindungan konsumen secara cukup, agar investor dapat memperoleh informasi yang benar, jelas dan jujur mengenai kondisi dan jaminan barang atau jasa. Untuk perbaikan peraturan tersebut, perlu diformulasikan pemberian informasi produk yang jelas dan cukup sesuai dengan standar yang ditetapkan peraturan yang berkaitan dengan perlindungan konsumen.

▪ Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Mengenai Informasi Proyeksi

Ketentuan Bepapam tentang penyampaian proyeksi emiten mengandung beberapa kekurangan. Ketentuan Bapepam tersebut tidak memuat secara rinci mengenai materi apa yang harus disampaikan dan tidak tegas mewajibkan emiten untuk mengungkapkan informasi proyeksi tersebut. Ketentuan Bapepam tersebut diatur dalam bagian analisis dan pembahasan oleh manajemen, yang menyatakan :

“ Emiten harus memberikan uraian singkat yang membahas dan menganalisis laporan keuangan dan informasi atau fakta lain yang tercantum dalam prospektus, dengan tujuan untuk memberikan penjelasan atas keadaan keuangan dan kegiatan usaha pada saat prospektus diterbitkan dan yang diharapkan pada masa yang akan datang. Sepanjang dipandang penting untuk memperoleh pengertian tentang keadaan keuangan Emiten dan pengambilan keputusan pemodal berkenaan dengan investasi pada efek yang ditawarkan pada Penawaran Umum, bahasan dan analisis dimaksud mencakup...”

Selanjutnya ditentukan antara lain adalah :

“ Jika dikehendaki oleh emiten, dapat diberikan bahasan tentang prospek emiten. Jika perkiraan dan atau proyeksi keuangan diungkapkan, hal tersebut harus dipersiapkan dengan seksama serta obyektif dan berdasarkan asumsi yang layak. Penilaian atas penyusunan laporan keuangan prospektif dan hal-hal yang mendasari asumsi harus diperiksa dan dilaporkan oleh akuntan yang mengaudit laporan keuangan perusahaan. Namun demikian, Emiten bertanggungjawab secara langsung atas kelayakan perkiraan dan proyeksi tersebut”.

Jika ketentuan penyampaian informasi proyeksi emiten lebih dicermati dalam penekanan *forward looking statement* yang berlaku di pasar modal Indonesia, maka ketentuan tersebut juga tidak mengatur secara terperinci kewajiban untuk memperbaharui (*duty to update*) informasi proyeksi tersebut. Bertolak dari kondisi ketidakcukupan ketentuan penyampaian informasi proyeksi emiten di pasar modal Indonesia, maka sebaiknya peraturan penyusunan proyeksi perusahaan, perlu dilengkapi dengan hal-hal sebagai berikut ⁵¹: *Pertama*, dibuat berdasarkan itikad baik. *Kedua*, disiapkan oleh personil yang *qualified* secara masuk akal dan diteliti secara berhati-hati serta mendapat persetujuan dari manajemen tingkat yang tepat. *Ketiga*, diidentifikasi sebagai suatu proyeksi. Oleh karena itu, perlu memperbaiki peraturan analisis dan pembahasan oleh manajemen berkenaan dengan informasi proyeksi emiten. *Pertama*, mengatur penyampaian informasi emiten dalam bentuk *forward looking statement*. Dengan menekankan pengaturan bahwa informasi yang disampaikan harus memperhatikan proyeksi keuntungan, pendapatan perusahaan, biaya modal, deviden dan berkenaan dengan keuangan. *Kedua*, mengatur penyampaian informasi proyeksi tersebut, agar menyampaikan informasi mengenai kinerja ekonomi di masa datang, sekaligus menyampaikan pembahasan manajemen dan analisis keuangan dan hasil-hasil operasi. *Ketiga*, mengatur kewajiban emiten untuk memperbaharui informasi proyeksinya, bila kemungkinan rencana proyeksi yang diinformasikan tidak terwujud. *Keempat*, mengatur secara terperinci tanggungjawab emiten, bila

⁵¹ Bismar Nasution, *Loccit*, hlm. 225

informasi proyeksi yang disampaikan menyesatkan. Sekaligus membuat kriteria, kapan penyampaian informasi proyeksi tersebut dikategorikan sebagai penipuan.

- Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Mengenai Resiko

Hal-hal yang berkenaan dengan resiko investasi merupakan informasi utama yang diperlukan para pelaku pasar modal, seperti pialang, penasehat investasi, investor dan lain-lain. Karena informasi ini dipakai sebagai bahan pertimbangan untuk menentukan waktu yang tepat membeli dan menjual saham. Berdasarkan informasi ini, pelaku pasar modal khususnya investor dapat menyadari apakah ia siap menerima resiko atas investasinya atau menghindari resiko tersebut.

Peraturan pasar modal di Indonesia berkenaan dengan resiko investasi diatur dalam Ketentuan Bapepam. Dalam ketentuan tersebut disebutkan, bahwa prospektus harus memuat resiko usaha yang disusun berdasarkan bobot resiko yang dihadapi. Ketentuan ini mewajibkan penyampaian informasi tentang resiko yang disebabkan oleh antara lain :

- a. Persaingan ;
- b. Pasokan bahan baku ;
- c. Ketentuan negara lain atau peraturan internasional ; dan
- d. Kebijaksanaan pemerintah

Di samping itu, ketentuan mengenai resiko juga diatur dalam bagian ketentuan uraian analisis dan pembahasan oleh manajemen. Dalam ketentuan tersebut disebutkan uraian bahasan analisa harus mencakup antara lain :

“ Bahasan tentang seberapa jauh hasil usaha atau keadaan keuangan Emiten pada masa yang akan datang menghadapi resiko fluktuasi kurs atau suku bunga. Dalam hal ini harus diberikan keterangan tentang semua pinjaman dan ikatan tanpa proteksi yang dinyatakan dalam mata uang asing, atau utang yang suku bunganya tidak ditentukan terlebih dahulu “

Selanjutnya ketentuan tersebut juga harus memuat :

“ Uraian tentang kejadian atau transaksi yang tidak normal dan jarang terjadi atau perubahan penting dalam ekonomi yang dapat mempengaruhi jumlah pendapatan yang dilaporkan dalam laporan keuangan yang telah diaudit akuntan, sebagaimana tercantum dalam prospektus, dengan penekanan pada laporan keuangan terakhir. Selain

itu, uraian tentang komponen-komponen penting dari pendapatan atau beban lainnya yang dianggap perlu oleh Emiten untuk dapat mengerti hasil usaha Emiten “

Namun, peraturan penyampaian informasi berkenaan dengan resiko investasi tersebut belum cukup pengaturannya, sehingga membuat penyampaian informasi resiko investasi tidak mencukupi. Hal ini terjadi karena peraturan mengenai penyampaian resiko investasi hanya mencakup resiko-resiko atas persaingan, pasokan bahan baku, ketentuan negara lain dan peraturan internasional, kebijaksanaan pemerintah, hasil usaha, keadaan keuangan emiten berkenaan dengan resiko fluktuasi kurs atau suku bunga, transaksi yang tidak normal dan perubahan ekonomi.

Bagi investor rincian penyampaian resiko investasi tersebut kurang melindungi investasi mereka. Mengingat resiko-resiko lain masih harus diketahui mereka, seperti resiko-resiko investasi yang utama yang belum diwajibkan oleh ketentuan tersebut. sebagai contoh, resiko-resiko utama terdiri dari, resiko politik (*political risk*), resiko kredit (*credit risk*), dan resiko pasar (*market risk*) atau resiko keamanan negara yang diakibatkan oleh tidak stabilnya politik dan ekonomi⁵².

Dalam konteks resiko pasar, resiko tersebut berkenaan dengan hubungan antara harga dari ikatan dan pergerakan harga dalam pasar. Hubungan-hubungan tersebut berfungsi dengan berkembangnya ikatan-ikatan dan tingkatan saham. Informasi yang berkaitan dengan resiko pasar ini apabila dilihat secara akademis saat ini, dibagi dalam dua bentuk. *Pertama*, resiko sistematis dan *kedua*, resiko yang tidak sistematis⁵³.

Perubahan harga saham dilihat dari resiko pasar dalam bentuk resiko sistematis adalah diukur dari tanggapan terhadap harga saham dalam pasar yang umum dan diambil dari sesuatu yang tidak dapat diverifikasi. Dalam bentuk resiko ini yang paling dominan mempengaruhinya adalah resiko politik. Karena jenis resiko politik yang termasuk komponen *country risk* sepenuhnya tidak bisa

⁵² Linda Allen, *Capital Markets and Institutions : A Global View*, New York, John Wiley & Sons's, Inc, 1997, hlm. 413.

⁵³ Bismar Nasution, *Opcit*, hlm. 228

diprediksi dan tidak bisa dikontrol. Selanjutnya resiko politik ini tidak bisa dikurangi sebagaimana mengurangi resiko mata uang yang dapat melalui mekanisme *hedging*⁵⁴.

Pengaturan yang memadai mengenai standar audit dalam rangka *due dilligence*, misalnya menghindarkan resiko penipuan berdasarkan audit dengan cara penerapan standar audit terhadap akuntan, agar dalam melakukan audit bertindak sebagai seorang profesional yang pantas dan tidak melakukan audit yang buruk serta tidak membuat kekeliruan. Terdapat beberapa faktor yang perlu diperhatikan sehubungan dengan resiko timbulnya penipuan :

- 1 Kemampuan karakteristik manajemen untuk menekan pencapaian tujuan, model operasi, sikap yang berhubungan dengan kontrol-kontrol internal, laporan keuangan dan kontrol-kontrol pelaksanaan, kompensasi insentif dan pengalihan dari personalia manajemen ;
- 2 Kondisi-kondisi industri, keadaan ekonomi dan pengaturan lingkungan perusahaan, pelaksanaan penciptaan insentif untuk perbuatan penipuan, seperti seringnya melakukan pergantian produk, pengembangan kebutuhan-kebutuhan modal, saat dari pengakuan dan tekanan-tekanan kompetitif ;
- 3 Karakteristik operasi dan stabilitas keuangan, kemunduran-kemunduran posisi keuntungan, resiko transaksi-transaksi yang menunjukkan masalah-masalah akunting yang sulit ;
- 4 Keadaan aset yang mudah terpengaruh untuk disesatkan seperti nilai, permintaan, keadaan dan ukuran dari aset serta kemampuan untuk mengganti aset ;
- 5 Hubungan kerja karyawan dan tekanan-tekanan untuk pemberhentian, akses ke aset-aset, tekanan keuangan, perubahan dalam tingkah laku ; dan
- 6 Lingkungan kontrol dalam struktur organisasi, pengawasan fungsi, sistem akunting, pemisahan tugas, monitoring kontrol internal, kewenangan dan pembuktian transaksi, usaha perlindungan dan pengelolaan.

Dalam konteks jenis resiko transaksi dan resiko sistem, bahwa resiko transaksi berasal dari dataran teknis, seperti pialang yang tidak profesional, biaya transaksi yang mahal, komputerisasi yang macet, layanan kustodian yang lamban dan lain-lain. Sedangkan resiko sistem bersumber dari kualitas transparansi yang

⁵⁴ *Ibid. Hedging* adalah strategi yang digunakan untuk mengimbangi resiko investasi. Pencegahan resiko yang sempurna adalah yang meniadakan kemungkinan perolehan keuntungan atau kerugian di kemudian hari. Instrumen itulah yang juga digunakan Bank Indonesia untuk mengelola cadangan devisa.

buruk, penegakan hukum yang pandang bulu, kultur bisnis yang kolusif dan lain-lain. Peraturan pelaksanaan prinsip *disclosure* tidak mengatur semua faktor-faktor resiko investasi untuk disampaikan kepada investor. Informasi yang harus dibuat peraturannya misalnya resiko politik, resiko kredit, dan resiko pasar. Selanjutnya perlu pula diatur resiko penipuan atas audit akuntan. *Statement of Auditing Standard* sebagaimana diterapkan di pasar modal Amerika Serikat dapat dijadikan sebagai masukan untuk pengaturan resiko tersebut.

b. Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Pada Perdagangan Saham di Pasar Perdana

Ketidakakuratan informasi dalam prospektus dapat terjadi. Walaupun pada saat pembuatan prospektus, informasi dimaksud adalah benar, namun pada saat Pernyataan Pendaftaran menjadi efektif telah terjadi perkembangan baru. Pasal 81 ayat 1 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menentukan pengaturan pertanggungjawaban hukum atas kerugian yang timbul akibat prospektus yang tidak akurat tersebut.

Pasal 81 ayat 1 tersebut mengatakan :

“Setiap pihak yang menawarkan atau menjual efek dengan menggunakan Prospektus atau dengan cara lain, baik tertulis maupun lisan, yang memuat informasi yang tidak benar atau tidak memuat informasi tentang fakta material dan pihak tersebut mengetahui atau sepatutnya mengetahui mengenai hal tersebut wajib bertanggungjawab atas kerugian yang timbul akibat perbuatan dimaksud”.

Berdasarkan esensi dokumen prospektus yang mencakup informasi yang mengandung fakta material dari perusahaan yang melakukan penawaran umum dan prospektus dalam penawaran umum tersebut berfungsi sebagai sumber utama informasi bagi investor dalam pengambilan keputusan untuk membeli saham yang ditawarkan pada pasar perdana, maka setiap prospektus dilarang memuat keterangan yang tidak akurat tentang fakta material. Tujuannya agar tidak terjadi prospektus yang *misrepresentation* atau *ommision* yang pada gilirannya menyesatkan investor dalam menentukan pilihannya.

Berbeda dengan ketentuan yang berlaku di Amerika Serikat, bahwa prospektus yang pada mulanya akurat, tetapi kemudian hari menjadi tidak akurat, maka harus dilakukan perbaikan terhadap prospektus tersebut. Di Amerika Serikat, *dealer* diwajibkan mengirim prospektus pada suatu waktu tertentu sesudah Pernyataan Pendaftaran menjadi efektif. *Section 10(a) (3)*, mengharuskan setiap prospektus yang digunakan lebih dari sembilan bulan setelah tanggal efektif harus diperbaharui sehingga informasi yang tercantum di dalamnya tidak lebih lama dari enam belas bulan⁵⁵.

Bila belum sembilan bulan atau setelah jangka waktu itu berlalu, *dealer* harus yakin bahwa prospektus tersebut masih berisi gambaran dari perusahaan secara akurat. Penyerahan suatu prospektus yang menyesatkan pada saat digunakan dapat dinyatakan sebagai pelanggaran. *Section 17 (a) (2)* mengharuskan *dealer* untuk bertanggungjawab berdasarkan *Section 17 (a) (2)*, walaupun prospektus tersebut cukup akurat pada saat tanggal Pernyataan Pendaftaran menjadi efektif. Suatu prospektus dapat dimodifikasi atau ditambah untuk mencerminkan segala kejadian sesudah tanggal efektif. Sebelum digunakan, prospektus yang telah dimodifikasi berdasarkan *Section 42 (c)* harus diserahkan kepada SEC.

Pelanggaran terhadap ketidaktepatan informasi dapat membawa dampak ketidaktepatan informasi yang pada akhirnya akan memunculkan pelanggaran prinsip *disclosure* dalam bentuk *misrepresentation* atau untuk memahami kasus-kasus pelanggaran prinsip *disclosure* dalam prospektus yang terjadi pada pasar modal di Indonesia, seperti dicontohkan pada kasus Bank Duta yang dapat dikategorikan *misrepresentation* pada prospektus.

Pelanggaran prinsip *disclosure* dalam kasus Bank Duta dapat dilihat dari pelanggaran ketentuan prospektus dalam rangka *go publik* pada tahun 1990. Pada pencatatan sahamnya yang pertama 12 Juni 1990 di BEJ dengan menjual 27,5 juta saham baru-catatan saham pertamanya 12 Juni 1990 di BEJ dengan menjual 27,5 juta saham baru seharga Rp 8000,00 pada pasar perdana dengan nilai Rp 1000,00

⁵⁵ David L. Raetner & Thomas Lee Hazen, *Securities Regulation : Cases and Materials fourth edition*, St Paul Minnesota, West Publishing, 1991, hlm. 70

per unit. Bank Duta mengalami sukses dengan dana yang terkumpul dari masyarakat sejumlah Rp 220 miliar. Sambutan masyarakat atas pasar perdana ini luar biasa. Hal ini dapat dilihat dari kelebihan permintaan atau *oversubscribed* sebesar 24 kali lebih ⁵⁶.

Kasus *misrepresentation* dan *ommision* prospektus Bank Duta yang dipicu dari RUPS tanggal 4 Oktober 1990 yang mengungkap Bank Duta mengalami kekalahan akibat bermain valuta asing (valas) sebesar Rp 419,64 juta dollar Amerika Serikat atau sekitar Rp 780 miliar pada saat itu. Setelah diaudit mengenai buku laporan rugi laba untuk tahun buku 1991 oleh Utomo & Co kerugian bank ini jauh lebih besar akibat kekalahan bermain valas, yaitu sebesar Rp 778,786 miliar. Dalam sidang pengadilan terungkap bahwa pihak manajemen sengaja membuat pembukuan fiktif sejak 1988 sampai akhir 1989. Ketika Bank Indonesia (BI) memeriksa pembukuan bank ini, dianggap Bank Duta sebagai bank sehat. Penilaian sehat dari BI ini dipakai oleh manajemen Bank Duta untuk bahan *go publik*, walaupun proses kerugian Bank Duta ini ternyata telah terjadi sebelum *go publik*. Kenyataan ini sudah pasti tidak terlihat dalam prospektus, karena dalam prospektus dinyatakan bahwa Bank Duta masih mendapat untung dan tidak ada disampaikan pada publik bahwa bank ini sedang melakukan transaksi valas yang memiliki resiko besar.

Pelanggaran prinsip *disclosure* dalam prospektus Bank Duta terjadi sebelum keluarnya Undang-undang Pasar Modal Indonesia. Sekarang sudah ada peraturan yang menentukan pelanggaran terhadap prinsip *disclosure* tersebut. Pasal 79 ayat 1 Undang-undang Pasar Modal menetapkan larangan memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta material yang diperlukan agar prospektus tidak memberikan gambaran yang menyesatkan. Hal ini juga diatur sebelumnya melalui Keputusan Menteri Keuangan No.1584/1990 mengenai isi prospektus. Berdasarkan aturan tersebut Bank Duta dipersalahkan melakukan *misrepresentation*, sehingga terjadi pernyataan yang menyesatkan.

⁵⁶ Jasso Winarto, *Pasar Modal Indonesia Restropeksi Lima Tahunan Swastanisasi BEJ*, Jakarta, Pustaka Sinar Harapan, 1997, hlm. 50-51.

c. Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Pada Perdagangan Saham di Pasar Sekunder

Pada dasarnya, pasar sekunder memiliki lima fungsi utama yaitu :

- a. Pasar sekunder memberikan likuiditas pada efek yang menjadi instrumen perdagangan. Perusahaan yang menerbitkan saham tidak diwajibkan untuk membeli kembali saham yang telah diterbitkannya, demikian juga suatu perusahaan yang menerbitkan obligasi tidak wajib melunasi obligasinya sebelum jatuh tempo. Pasar sekunder memberikan sarana bagi pemegang efek yang bermaksud menguangkan efeknya atau berpindah dari efek yang satu ke efek yang lain. Karena itu, bisa dimengerti bahwa tanpa pasar sekunder yang aktif, maka pasar primer tidak akan berkembang ;
- b. Pasar sekunder yang terorganisir memungkinkan pembentukan harga yang wajar. Semakin kompetitif pasar sekunder, maka semakin wajar harga yang terjadi. Tingkat kompetitif tersebut sangat ditentukan oleh efisiensi pasar modal ;
- c. Pasar sekunder memungkinkan pemodal dapat melakukan diversifikasi dengan jumlah yang terbatas. Diversifikasi investasi merupakan upaya untuk menyebar penanaman dana ke dalam berbagai instrumen investasi agar meminimumkan resiko. Setiap pemilik dana tentu dapat melakukan diversifikasi melalui investasi riil dalam bentuk aktiva, namun karena investasi riil tidak bisa dibagi ke dalam unit yang kecil, maka bursa efeklah satu-satunya sarana yang memungkinkan pemodal melakukan diversifikasi investasi dengan jumlah dana yang relatif terbatas ;
- d. Secara makro, pasar sekunder yang aktif dapat mengurangi "*country risk*" dari penanaman modal asing yang bersifat langsung. Salah satu pertimbangan yang sering digunakan oleh perusahaan multinasional dalam memutuskan penanaman modal di suatu negara adalah tersedia atau tidaknya suatu bursa yang aktif memberikan fleksibilitas kepada penanam modal untuk mengatur periode waktu dan tingkat investasi yang dilakukan ; dan
- e. Pandangan makro lainnya adalah bahwa pasar sekunder yang aktif dan efisien dapat dijadikan salah satu sektor terdepan dalam memahami arah perkembangan perekonomian. Dari rangkaian kajian empiris yang panjang, para pakar menemukan bahwa resesi ekonomi pada umumnya didahului oleh turunnya harga saham dan ekspansi ekonomi didahului oleh naik turunnya harga saham.

Pada dasarnya, hampir semua investor berminat untuk membeli saham di pasar perdana, dengan harapan memperoleh keuntungan pada saat harga tersebut akan naik di pasar sekunder. Namun, dalam prakteknya harga saham pada

pasar perdana adalah harga yang terjadi karena hasil negoisasi antara penjamin emisi dengan calon emiten. Oleh karena itu, harga perdana ini disebut juga dengan harga negoisasi.

Berbeda dengan pasar perdana, pasar sekunder adalah pasar yang terjadi ketika suatu efek dicatatkan dan diperdagangkan di bursa. Di sebut sekunder karena pihak yang melakukan perdagangan adalah para pemegang saham dan calon pemegang saham. Uang yang berputar dalam pasar sekunder tidak lagi mengalir ke dalam perusahaan yang menerbitkan efek akan tetapi berpindah atau bergerak dari pemegang saham yang satu ke pemegang saham yang lain.

Dengan demikian, emiten tidak berhubungan langsung dengan pasar sekunder, akan tetapi memiliki kepentingan atas naik turunnya harga saham di pasar sekunder berada di luar kontrol perusahaan akan tetapi baik perusahaan sebagai *entitas* maupun sebagai manajemen sangat berkepentingan terhadap harga sahamnya di pasar sekunder. Perusahaan publik di pasar modal yang telah maju seringkali dimiliki oleh masyarakat luas tanpa unsur mayoritas dalam komposisi kepemilikan saham.

Pada pasar sekunder ini, hal yang tidak boleh dilupakan adalah tentang kewajiban emiten untuk melaporkan kondisi keuangannya secara berkala (*periodiic report*) dan secara insidentil (*timely report*)⁵⁷. Laporan secara berkala tersebut disampaikan dan diumumkan kepada Bapepam dan diumumkan kepada masyarakat. Pasal 86 ayat 1 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyatakan :

“ Emiten yang Pernyataan Pendaftarannya telah menjadi efektif atau perusahaan publik wajib :

- a. Menyampaikan laporan secara berkala kepada Bapepam dan mengumumkan laporan tersebut kepada masyarakat ; dan
- b. Menyampaikan laporan kepada Bapepam dan mengumumkan kepada masyarakat tentang peristiwa material yang dapat mempengaruhi harga efek selambat-lambatnya pada akhir hari kerja ke-2 (kedua) setelah terjadinya peristiwa tersebut “

⁵⁷ Koesno, *Kualitas Keterbukaan Pasar Modal Kini dan Masa Depan*, Berita Pasar Modal, Edisi No 23 ,Februari 2001, hlm. 7

Bepepam antara lain mengatur laporan tahunan mengenai realisasi penggunaan dana hasil Penawaran Umum secara kumulatif sampai dengan saat terakhir apabila dana tersebut belum habis. Laporan tahunan mengenai ikhtisar data keuangan penting, karena perusahaan harus menyajikan informasi perbandingan selama 5 (lima) tahun. Laporan tahunan mengenai analisis dan pembahasan umum oleh manajemen. Dalam hal ini, perusahaan memberikan uraian singkat yang membahas dan menganalisis laporan keuangan dan informasi lain dengan penekanan pada perubahan yang terjadi sejak laporan tahunan terakhir atau sejak Pernyataan Pendaftaran diajukan.

Dilihat dari peraturan pelaksanaan prinsip *disclosure* di atas telah banyak peraturan mengenai kewajiban emiten untuk melaksanakan keterbukaan kondisi keuangan emiten kepada publik. Namun, masih terdapat beberapa hal dari peraturan tersebut yang harus diperinci secara cukup. Sebagai contoh, peraturan mengenai penentuan fakta material kondisi keuangan emiten. Keperluan penentuan fakta material dalam laporan keuangan emiten berkenaan dengan salah satu ketentuan Bapepam yang mengharuskan emiten memberikan laporan keuangan dan informasi lain atas munculnya perubahan-perubahan material pada kondisi keuangan emiten. Misalnya, penentuan material keadaan keuangan emiten pada masa yang akan datang menghadapi resiko fluktuasi kurs atau suku bunga. Apakah semua pinjaman dan ikatan tanpa proteksi yang dinyatakan dalam mata uang asing atau hutang yang suku bunganya tidak ditentukan terlebih dahulu termasuk fakta material.

Selain pelaksanaan prinsip *disclosure* pada pasar sekunder berkenaan dengan kondisi keuangan emiten hal lain yang tidak kalah penting adalah antisipasi terhadap *rumor* karena *rumor* di pasar modal merupakan *price sensitive information*. Oleh karena kelihatannya kejadian membuat rumor dan mencari rumor sudah merupakan bagian yang integral dalam aktivitas berinvestasi di pasar modal. Besarnya pengaruh rumor tergantung kepada tingkat relevansinya. Tingkat relevansi yang tinggi dapat menyebabkan masyarakat investor mengalami disorientasi, kebingungan bahkan kepanikan, yang semuanya bisa berakhir pada pengambilan keputusan.

Ketentuan Bapepam tentang Pembentukan Sekretaris Perusahaan (*Corporate Secretary*) dimaksudkan untuk meningkatkan pelayanan emiten atau perusahaan publik kepada investor. Tugasnya antara lain adalah memberikan pelayanan kepada investor atas setiap informasi yang dibutuhkan investor yang berkaitan dengan kondisi emiten atau perusahaan publik. Hal ini sesuai dengan ketentuan Bapepam yaitu Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-63/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996. Peraturan Nomor IX.I.4 tentang Pembentukan Sekretaris Perusahaan yang menyatakan :

“ Dalam rangka perkembangan pasar modal di Indonesia serta untuk meningkatkan pelayanan Emiten atau Perusahaan Publik kepada masyarakat pemodal, maka setiap Emiten atau Perusahaan Publik wajib membentuk fungsi Sekretaris Perusahaan (*Corporate Secretary*) yang antara lain bertugas :

- a. Mengikuti perkembangan Pasar Modal khususnya peraturan-peraturan yang berlaku di bidang Pasar Modal ;
- b. Memberikan pelayanan kepada masyarakat atas setiap informasi yang dibutuhkan pemodal berkaitan dengan kondisi Emiten atau Perusahaan Publik ;
- c. Memberikan masukan kepada direksi Emiten atau Perusahaan Publik untuk mematuhi ketentuan Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya ;
- d. Sebagai penghubung atau *contact person* antara Emiten atau Perusahaan Publik dengan Bapepam dan masyarakat ; dan
- e. Fungsi Sekretaris Perusahaan dapat dirangkap oleh Direktur Emiten atau Perusahaan publik.

Namun, disadari bahwa ketentuan di atas tidak secara tegas dan belum cukup untuk mengatasi rumor. Wewenang Sekretaris Perusahaan tidak hanya sekedar berfungsi melayani pertanyaan atau membagikan siaran pers ke berbagai pihak, tetapi tidak kalah pentingnya ia bisa berperan menyampaikan informasi yang jelas. Karena informasi yang disampaikan emiten harus benar-benar jernih supaya dapat menangkal informasi yang menyesatkan yang berkembang di pasar modal yang berdampak merugikan investor.

Apabila ketentuan tersebut dimaksudkan untuk menjelaskan rumor yang timbul dalam kaitannya dengan emiten, maka ketentuannya harus dipertegas. Tugas sekretaris perusahaan harus menjelaskan secara lugas mengenai rumor yang timbul. Selanjutnya sekretaris perusahaan harus membuat penjelasan pada waktu

yang segera setelah rumor timbul di kalangan investor. Ketegasan tersebut sangat dibutuhkan, mengingat banyaknya rumor yang berkembang dan dicerna oleh pelaku pasar modal secara tidak terbantah dapat mempengaruhi harga saham.

Keadaan rumor yang dicerna dan mempengaruhi harga saham ini disebabkan pengaruh psikologis dan emosi dari investor. Kenyataannya harga-harga saham di Bursa Efek Jakarta dapat anjlok disebabkan adanya rumor yang berkembang di masyarakat. Sebagai contoh, sejak awal tahun 2002 sentimen konsumen terus mengalami perbaikan. Setelah terpuruk pada level 13,6 persen dan mencapai titik terendah sepanjang sejarah survei di level 86,8 pada bulan Januari, perubahan arah sentimen mulai terjadi sejak bulan Februari 2002. Pulihnya situasi setelah bencana banjir dan berkurangnya tekanan inflasi setelah kenaikan tarif dasar listrik (TDL), harga bahan bakar minyak (BBM) dan tarif telepon secara bersamaan mengakibatkan Indeks Kepercayaan Konsumen (IKK) naik 3,1 persen di bulan Februari menjadi 89,5.

Akan tetapi, akibat berbagai perkembangan yang terjadi tren perbaikan sentimen tersebut tidak dapat terus terjadi pada paruh kedua tahun 2002. IKK pada paruh kedua 2002 mengalami fluktuasi dengan kecenderungan stagnan. Pada bulan Juli, IKK turun sebesar 1,4 persen menjadi 100,0 yang dipicu oleh masalah pemulangan sekitar 550.000 pekerja Indonesia dari Malaysia. Di bulan Agustus, redanya kekhawatiran konsumen akan kemungkinan timbulnya kekerasan akibat aksi demonstrasi selama Sidang Tahunan Majelis Permusyawaratan Rakyat kembali mengangkat IKK sebesar 0,6 persen menjadi 100,4. Akan tetapi, sejak bulan September sampai November, tren IKK terus turun akibat kehati-hatian konsumen terhadap apa yang akan terjadi pasca aksi bom di Bali.

Di tahun 2003, sentimen pergerakan harga saham ini ditunjukkan dengan penjualan aset (termasuk privatisasi), pemberian surat jaminan pembebasan dari proses dan tuntutan hukum bagi konglomerat tertentu (*release and discharge/ R&D*), amandemen UU Bank Indonesia (BI), kesiapan pemerintah dalam mengakhiri program penjaminan dana nasabah pada bank, kenaikan harga-harga dan rencana pemerintah mengakhiri kontraknya dengan IMF. Faktor-faktor penggerak sentimen tersebut langsung mempengaruhi indikator-indikator

ekonomi, terutama indikator keuangan seperti kurs rupiah, tingkat suku bunga dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)⁵⁸.

Oleh karena rumor yang beredar di pasar modal Indonesia dapat mempengaruhi atau membuat anjloknya harga saham, perlu dibuat perbaikan pengaturannya seperti memformulasikan ketentuan mengenai rumor yang dapat dimasukkan ke dalam keterbukaan wajib. Selanjutnya, untuk memperbaiki peraturan berkenaan dengan rumor, harus dilakukan beberapa penambahan aturan terhadap pembentukan Sekretaris Perusahaan. *Pertama*, menetapkan secara tegas fungsi Sekretaris Perusahaan untuk menjelaskan rumor yang menimpa emiten. *Kedua*, menetapkan agar rumor yang menimpa emiten harus dikendalikan segera pada saat terjadinya rumor. Di samping itu, peraturan pelaksanaa prinsip *disclosure* di pasar modal Indonesia harus mengatur kriteria rumor yang bersifat fakta material. Harus ditetapkan ukuran-ukuran kapan rumor tersebut menjadi informasi yang mengandung fakta material. Dengan pengaturan yang demikian maka dapat ditetapkan, apakah emiten mempunyai kewajiban melaksanakan prinsip *disclosure* atas rumor.

3) Upaya-upaya Dalam Rangka Pencegahan Praktek Insider Trading

a. Pengawasan dan Kontrol Internal oleh Institusi Terkait

Aktivitas pasar modal melibatkan banyak lembaga yang terkait, baik swasta maupun pemerintah yang sifatnya saling melengkapi, baik tanpa maupun dengan balas jasa. Sifat keterkaitan diantara lembaga-lembaga tersebut ada yang dituntut karena sifatnya, ada yang karena dituntut oleh Undang-undang Pasar Modal dan berbagai kebijakan lainnya. Pola keterkaitan bisa berbentuk antara unit pemerintah, bisa juga antara unit pemerintah dengan swasta maupun swasta dengan swasta.

Dalam hubungan dengan aktivitas pasar modal, terdapat banyak sekali lembaga yang ikut secara aktif. Bila dikelompokkan lembaga terkait itu terdiri dari :

⁵⁸ David E. Sumual, *Pentingnya Kepercayaan Bisnis dan Konsumen*, Kompas, 6 Januari 2003, hlm 15

- a. Otoritas pasar modal (Departemen Keuangan, dalam hal ini Bapepam);
- b. Instansi pemerintah terkait ;
- c. Lembaga swasta terkait ; dan
- d. Pelaku pasar modal (emiten, lembaga penunjang, profesi penunjang dan investor)

Sebagai wadah untuk mencari dana bagi perusahaan dan wadah investasi bagi pemodal, keberadaan dan aktivitas pasar modal berkepentingan dengan banyak pihak. Agar tercipta iklim investasi yang baik dan berlakunya pelaksanaan pembinaan dan pengawasan yang lancar, diperlukan suatu lembaga yang berfungsi sebagai pengatur.

Di Amerika Serikat misalnya, lembaga yang mengawasi pelaksanaan pasar modal dikenal dengan *The Securities And Exchange Commission (SEC)*. Lembaga ini adalah lembaga pemerintah yang bertanggungjawab langsung kepada Presiden. Sedangkan di Indonesia, lembaga yang mengatur pelaksanaan pasar modal adalah Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam). Dalam konteks pengaturan pasar modal di Indonesia, kegiatan bursa efek berada dalam pengawasan Departemen Keuangan c/q Bapepam. Dalam hal ini Bapepam membina, mengatur dan mengawasi kegiatan emiten, profesi/lembaga penunjang dan investor. Semua itu dilakukan demi tercipta pasar modal yang efektif dan efisien. Dalam kegiatan pasar modal, Bapepam bertindak sebagai wasit yang adil bagi pelaku pasar modal yakni perusahaan *go publik* (emiten), penjamin emisi (*underwriter*), investor dan *broker/dealer*.

Bapepam dalam pelaksanaan tugasnya bertindak sebagai bapak asuh dari pelaku pasar modal, memberikan rangsangan apabila aktivitas bursa sedang lesu, membiarkan bermain dalam jalur yang telah disediakan, meluruskan bila para pihak menyimpang dan menerapkan sanksi atau hukum bila mereka melanggar ketentuan atau aturan bermain. Oleh karena itu, peranan Bapepam sangat strategis, walaupun lembaga ini sering mendapat sorotan jika terlambat memberikan sanksi kepada pihak-pihak yang melanggar aturan. Dalam Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, tugas Bapepam sebagai pengawas dan pembina pasar modal adalah dalam rangka menciptakan pasar modal yang teratur, wajar dan

efisien di mana para pelakunya bekerja secara profesional. Informasi tersebar secara merata dikalangan para investor, dan dapat dihindari praktek-praktek tidak terpuji seperti *insider trading*, *misleading information*, perdagangan semu dan lain-lain. Undang-undang Pasar Modal mengizinkan Bapepam untuk memonitor pasar agar dapat dideteksi kemungkinan adanya aktivitas yang bersifat manipulatif. Bapepam juga mempunyai wewenang untuk mengeluarkan perintah penghentian bagi setiap pihak yang melakukan pelanggaran di bidang pasar modal. Dalam menjalankan fungsi Bapepam secara lebih efektif, maka disempurnakan struktur pasar modal Indonesia di mana Bapepam melakukan pengawasan dan pembinaan terhadap bursa, lembaga penyimpanan dan penyelesaian, profesi penunjang dan lembaga penunjang serta perusahaan sekuritas⁵⁹.

Dalam melaksanakan fungsi tersebut, Bapepam mempunyai kewenangan untuk :

1. memberi
 - a. Izin usaha kepada Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan, Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, Dana Perusahaan Efek, Penasehat Investasi, dan Biro Administrasi Efek ;
 - b. Izin orang perseorangan bagi Wakil Penjamin Emisi Efek, Wakil Perantara Pedagang Efek, Wakil Manajer Investasi ; dan
 - c. Persetujuan bagi Bank Kustodian
2. mewajibkan pendaftaran Profesi Penunjang Pasar Modal dan Wali Amanat ;
3. menetapkan persyaratan dan tata cara pencalonan dan memberhentikan untuk sementara waktu komisaris atau direktur serta menunjuk manajemen sementara Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan, serta Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian sampai dengan dipilihnya komisaris dan atau direktur yang baru ;
4. menetapkan persyaratan dan tata cara pernyataan pendaftaran serta menyatakan, menunda, atau membatalkan efektifnya pernyataan pendaftaran ;
5. mengadakan pemeriksaan dan penyidikan terhadap setiap pihak dalam hal terjadi peristiwa yang diduga merupakan pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya ;
6. mewajibkan setiap pihak untuk :
 - a. menghentikan atau memperbaiki iklan atau promosi yang berhubungan dengan kegiatan pasar modal ; atau

⁵⁹ Marzuki Usman, Singgih Ripat & Syahrir Ika, *Pengetahuan Dasar Pasar Modal*, Jurnal Keuangan dan Moneter dan Institut Bankir Indonesia, 1997, hlm. 23

- b. mengambil langkah-langkah yang diperlukan untuk mengatasi akibat yang timbul dari iklan atau promosi yang dimaksud
- 7. melakukan pemeriksaan terhadap :
 - a. setiap emiten atau publik yang telah atau diwajibkan menyampaikan pernyataan pendaftaran kepada Bapepam ; atau
 - b. pihak yang dipersyaratkan memiliki izin usaha, orang perseorangan, persetujuan, atau pendaftaran profesi berdasarkan Undang-undang ini ;
- 8. menunjuk pihak lain untuk melakukan pemeriksaan tertentu dalam rangka pelaksanaan wewenang Bapepam sebagaimana dimaksud dalam butir (7) ;
- 9. mengumumkan hasil pemeriksaan ;
- 10. membekukan atau membatalkan pencatatan suatu efek pada Bursa Efek atau menghentikan Transaksi Bursa atas Efek tertentu guna melindungi kepentingan pemodal ;
- 11. menghentikan kegiatan perdagangan bursa efek untuk jangka waktu tertentu dalam keadaan darurat ;
- 12. memeriksa keberatan yang diajukan oleh pihak yang dikenakan sanksi oleh Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan, atau Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian serta memberikan keputusan, membatalkan atau menguatkan pengenaan sanksi dimaksud ;
- 13. menetapkan biaya perizinan, persetujuan, pendaftaran, pemeriksaan, dan penelitian serta biaya lain dalam rangka kegiatan pasar modal ;
- 14. melakukan tindakan yang diperlukan untuk mencegah kerugian masyarakat sebagai akibat pelanggaran ketentuan di bidang pasar modal ;
- 15. memberikan penjelasan lebih lanjut yang bersifat teknis atas Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan atau peraturan pelaksanaannya ;
- 16. menetapkan instrumen lain sebagai Efek selain yang telah ditentukan dalam pasal 1 angka 5 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal ; dan
- 17. melakukan hal-hal lain yang diberika berdasarkan Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Aspek pengawasan merupakan fokus perhatian yang hingga kini Bapepam sebagai otoritas tertinggi dalam pasar modal kita, masih berupaya mencari formula terbaik dalam rangka menciptakan integritas dan kredibilitas pasar modal. Meskipun Bapepam memiliki kewenangan sangat luas sebagaimana dijamin oleh undang-undang maupun peraturan pemerintah, namun saat ini masih banyak kalangan di pasar modal baik dari dalam maupun luar negeri yang mempertanyakan independensi Bapepam. Ada baiknya pula dalam pembahasan

ini disertakan beberapa contoh aspek pengawasan yang telah diterapkan oleh negara lain sebagai acuan :

Amerika Serikat

New York Stock Exchange (NYSE)

Pengawasan bursa dianggap sebagai kunci utama untuk melindungi integritas pasar di New York Stock Exchange. Perubahan volume dan harga saham dapat dijelaskan dalam berita tentang perusahaan tersebut, kecenderungan suatu industri atau faktor-faktor ekonomi nasional. Namun demikian, jika tidak ada informasi material yang mendukung perubahan volume dan harga saham dimaksud maka NYSE akan melakukan investigasi. Investigasi dimulai dengan memanggil perusahaan yang melakukan perdagangan guna menemukan apakah ada informasi yang disimpan atau tidak. Pada saat yang sama, investigasi dilakukan dengan audit secara elektronik untuk mengetahui data secara detail dari setiap perdagangan yang dilakukan. Rekonstruksi terhadap waktu transaksi, memberi gambaran investigator NYSE untuk melihat berapa perusahaan yang melakukan perdagangan.

Langkah selanjutnya adalah menghubungi perusahaan efek yang melakukan perdagangan, dan mendapatkan nama-nama nasabah yang terlibat dalam perdagangan. Nama-nama tersebut secara otomatis dicocokkan dengan nama-nama pegawai dan direktur perusahaan efek lainnya guna mendeteksi apakah ada koneksitas terjadi atau arus mencurigakan dari suatu informasi. Tugas ini dilakukan dengan menggunakan *The Automated Search and Match (ASAM)*, yang isinya terdiri dari 800.000 nama-nama eksekutif, penasehat hukum, akuntan dan banker, ditambah lagi dengan data profil pegawai dan direktur dari 80.000 perusahaan publik dan 30.000 anak perusahaan. Nasabah dan informasi perdagangan juga dianalisa dengan konsentrasi geografis, dan membandingkan nama dan kronologis transaksi sebagaimana yang tersedia di perusahaan-perusahaan yang tercatat di NYSE dan beberapa anggota bursa lainnya.

Jika setelah investigasi dilaksanakan, NYSE menemukan adanya praktek perdagangan yang mencurigakan yang dilakukan oleh anggotanya atau pegawai-pegawai perusahaan tersebut, maka NYSE dapat mengambil tindakan

indisipliner. Sedangkan hal-hal diluar yuridiksi NYSE, NYSE dapat meminta pertimbangan lebih lanjut kepada *Securities Exchange Commission (SEC)*.

Divisi Penegakan (Division of Enforcement)

Divisi ini merupakan kepanjangan tangan prosekusi dari NYSE. Sejak tahun 1817, ada ketentuan di dalam peraturan NYSE yang mengizinkan NYSE untuk mengambil tindakan atas pelanggaran peraturan bursa. Hal ini dimandatkan oleh *Securities Exchange Commission Act 1934* yang mana setiap bursa efek berhak mendisiplinkan pelanggaran terhadap peraturan bursa yang dilakukan oleh anggota bursanya dan organisasi keanggotaan lainnya.

Masalah utama yang dihadapi adalah kasus-kasus dimaksud sangat luas bidang kajiannya. Pelanggaran yang berhubungan dengan nasabah adalah masalah terbesar. Kategori kedua melibatkan pelanggaran persyaratan keuangan dan persyaratan operasional dari perusahaan-perusahaan anggota bursa, termasuk situasi yang mempengaruhi stabilitas dan kecukupan keuangan dari perusahaan tersebut. Divisi ini juga menangani kasus-kasus yang berkaitan dengan penyelewengan di lantai bursa dan di pasar, termasuk *insider trading* dan kasus manipulasi pasar.

Thailand

Stock Exchange of Thailand (SET)

Fungsi utama pengawasan pasar (*market surveillance*) di Stock Exchange of Thailand adalah untuk mengawasi aktivitas perdagangan efek, di samping itu juga untuk mendeteksi dan menginvestigasi aktivitas perdagangan yang tidak wajar, dan menyelesaikannya tepat pada waktunya. Untuk mencapai efektivitas dan efisiensi fungsi pengawasan pasar, SET menggunakan sistem komputerisasi bagi market surveillance. Alat pengawasan ini disebut "*Automated Tool for Market Surveillance*" or ATOMS. ATOMS ini ditujukan untuk mengawasi aktivitas perdagangan efek di SET, menganalisa perdagangan yang tidak wajar (*unusual trading*), memfasilitasi investigasi terhadap kasus-kasus yang mencurigakan dan mendokumentasikan dalam database.

UPT-POSTAL-INDIP

Pengawasan pasar terhadap perdagangan yang tidak wajar digambarkan dalam *The Securities Exchange Act/SEA 1992* sebagai berikut :

- a. *Insider Trading* (perdagangan efek yang dibuat oleh sekelompok orang dalam sebagaimana didefinisikan di SEA) ;
- b. *Market manipulation* (perdagangan efek yang dibuat oleh sekelompok orang yang bekerjasama dengan tujuan menyesatkan pihak lain) ;
- c. *Misstatement* (rumor atau informasi yang salah dengan maksud menyesatkan publik atau dalam hal membuat keputusan transaksi efek)

Proses Investigasi

Staf investigasi akan melakukan pengawasan jika ada faktor-faktor yang menyebabkan adanya perubahan perdagangan yang tidak wajar, seperti keterbukaan informasi material kepada publik atau berita-berita penting lainnya. Jika ada bukti yang mencukupi untuk menjelaskan kasus tersebut, kasus tersebut akan dikirim pada investigasi permulaan (*preliminary investigation*) guna pemeriksaan lebih lanjut. Pada tahap ini, *the detection system* digunakan untuk mengetahui dan menganalisa aktivitas perdagangan yang memunculkan kasus tersebut, yang didasarkan atas informasi yang diterima, profil perusahaan, dan catatan-catatan perdagangan. Jika ada bukti yang mengindikasikan malpraktek, kasus akan ditindaklanjuti ke tahap investigasi. *The detection system* juga memfasilitasi pekerjaan pada tahap ini, staf investigasi dapat mengakses informasi yang relevan dalam *the documentation system*. Jika mereka menemukan bukti yang kuat atas malpraktek, selanjutnya kasus akan dikirim ke pihak otoritas terkait untuk penegakan lebih lanjut.

Australia

Australian Stock Exchange

Surveillance trading activity (pengawasan terhadap kegiatan perdagangan) memainkan peran penting dalam mendorong kepercayaan pasar secara berkelanjutan, pengawasan real time aktivitas transaksi pasar saham dan derivatif di *Australian Stock Exchange (ASX)*.

Harga dan volume saham akan naik atau turun secara berkelanjutan. *Surveillance* mendeteksi suatu perdagangan yang jatuh di luar batas kewajaran, yang merubah harga dan volume saham secara signifikan. Untuk itu secara khusus, *surveillance* dilakukan guna mengetahui :

- a. Keterbukaan berkelanjutan (*continous disclosure*)
Perusahaan yang tercatat di ASX disyaratkan untuk membuka seluruh informasi yang dimiliki kepada publik, khususnya hal-hal yang mempengaruhi harga saham. *Surveillance* memonitor perdagangan dengan mengidentifikasi keadaan pada saat transaksi dilakukan. *Surveillance* memberitahu *listing department* tentang adanya perubahan tersebut. kemudian *listing department* menindaklanjuti apakah perlu untuk mengontak perusahaan tersebut. Jika perlu, perusahaan dikontak oleh *listing department*, dan diminta untuk memberikan informasi yang tidak dibuka, hal ini sesuai dengan peraturan *listing ASX* yang mewajibkan informasi untuk dibuka.
- b. Pelanggaran-pelanggaran peraturan perdagangan (*trading rule breaches*)
Perdagangan dimonitor untuk menjamin bahwa *stock broker* mematuhi peraturan ASX dengan tujuan agar perdagangan wajar dan teratur untuk seluruh pelaku pasar dan pasar.
- c. Perdagangan orang dalam (*insider trading*)
hal ini terjadi ketika seseorang mendapatkan informasi tentang suatu informasi perusahaan, di mana informasi tersebut dibuat bukan untuk konsumsi publik, dan informasi itu berpengaruh pada harga saham perusahaan.
- d. Manipulasi pasar (*market manipulation*)

Hal-hal di atas menggambarkan adanya usaha-usaha dengan kesengajaan penuh untuk mengintervensi pasar yang bebas dan wajar. Hal ini biasanya dilakukan dengan menyebarkan informasi yang tidak benar atau menyesatkan supaya dapat mempengaruhi pihak lain untuk memperdagangkan suatu efek dengan cara tertentu, atau menggunakan order jual atau beli secara sengaja untuk mempengaruhi harga atau pendapatan, supaya dapat menciptakan kesempatan yang menguntungkan.

New Zealand

New Zealand Stock Exchange

Untuk mengawasi kondisi pasarnya, *New Zealand Stock Exchange (NZSE)* mempunyai lembaga yang disebut *Market Surveillance Panel*. Lembaga ini adalah institusi independen yang didirikan tahun 1989 oleh NZSE dengan maksud mengadministrasi dan menegakkan peraturan bursanya. Tujuan pendirian lembaga :

- a. Mengupayakan agar emiten mempunyai standard integritas yang tinggi ;
- b. Mengupayakan perdagangan dilakukan secara efisien dan wajar.

Sedangkan sasaran pendirian lembaga :

- a. Merupakan badan yang mewakili kepentingan para pelaku pasar, termasuk orang menaikkan nilai modal atau mencari likuiditas dari modal investasi yang ada, investor, broker-dealers, analis, penasehat investasi dan perantara lainnya yang menyediakan atau memproses informasi dan memfasilitasi kinerja pasar ;
- b. Panel merupakan badan yang independen, dan independen terhadap bidang tertentu kelompok atau kepentingan di pasar, terdiri dari orang-orang yang mempunyai berbagai macam pengalaman dan kewenangan dalam kaitannya dengan peraturan bursa, dan membentuk kebiasaan yang kuat untuk penataannya ;
- c. Mengawasi aktivitas *Eksekutif Surveillance* dan staf mereka, dan memberikan dukungan dalam badan perwakilan pasar prestisius

Fungsi :

Panel merupakan kepentingan seluruh pelaku pasar di pasar modal New Zealand, tetapi independen terhadap kepentingan kelompok. Fungsinya secara luas adalah sebagai berikut :

- a. Memonitor administrasi dan penegakan peraturan *listing* ;
- b. Menggunakan dengan kewenangan yang didelegasikan, hak dan wewenang bursa sebagaimana yang diatur dalam peraturan bursa. Hal ini mendorong panel untuk melakukan investigasi, meminta atau menyatakan keterbukaan, dan membuat aturan-aturan ;
- c. Menerima banding dari emiten yang terdaftar di bursa atas keputusan *Eksekutif Market Surveillance* ; dan
- d. Merekomendasikan kepada bursa perubahan peraturan *listing* atau prosedur.

b. Penerapan Internal Audit Secara Ketat

Kisah dibalik skandal besar yang menghantam sebagian besar perusahaan publik, biasanya dimulai dengan persoalan laporan keuangan yang pernah dikeluarkannya. Laporan keuangan merupakan salah satu sumber informasi yang secara formal wajib dipublikasikan. Informasi itu pula yang menjadi pedoman bagi pemegang saham maupun investor lainnya untuk menentukan sendiri kepentingan investasi mereka terhadap emiten. Kualitas laporan keuangan yang tersaji kepada publik akan menjadi ukuran apakah informasi itu mengandung fakta sebenarnya, rekayasa atau rangkaian kebohongan.

Skandal akuntansi yang melanda perusahaan-perusahaan publik di *Wall Street*, sebenarnya tidak terlalu jauh berbeda dengan apa yang terjadi di negeri ini. Bedanya dalam skala saja. Hukum yang ada seolah-olah tak berkutik dalam mengawasi ruang gerak mereka dan penegak hukum kemudian hanya dapat menduga-duga apakah mereka punya wewenang dan kemampuan untuk menyeret pelakunya ke pengadilan.

Untuk mencegah terjadinya kejahatan finansial di pasar modal merupakan tema yang tak habis-habisnya dijadikan bahan perhatian otoritas pasar modal maupun lembaga internasional seperti *International of Securities Commission (IOSCO)*. Desain hukum yang mengupas habis soal kualitas keterbukaan informasi senantiasa dikembangkan. Tujuannya, bagaimana mencegah atau mengidentifikasi secara dini adanya kondisi yang dapat membahayakan kepentingan pemegang saham, investor atau masyarakat lainnya. Tujuan dari penerapan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance*, terkait dengan kepentingan pemegang saham emiten agar dapat terhindar dari praktek pengelolaan usaha yang melenceng dari tujuan semula. Sedangkan kepentingan investor dan masyarakat lainnya terkait dengan kualitas penegakan hukum di pasar modal.

Setiap skandal menunjukkan kelemahan perangkat hukum yang ada di sebuah pasar modal. Kasus Enron, menunjukkan bagaimana persoalan

independensi akuntan publik menjadi kunci utamanya⁶⁰. Di Indonesia, skandal Bank Duta merupakan skandal yang lahir akibat tidak diungkapnya fakta material dalam laporan keuangannya, sebelum perusahaan itu *go publik*. Dari rekaman sanksi yang telah dijatuhkan oleh Bapepam terhadap sejumlah emiten, sebagian besar sumber persoalannya terkait pelanggaran keterbukaan informasi.

Pada umumnya, pranata hukum pasar modal dibangun dengan landasan yang secara filosofis menekankan unsur keterbukaan informasi secara penuh (*full disclosure*). Walaupun ada percampuran antara konsep keterbukaan dengan pengawasan, namun tetap bermuara pada tujuan untuk melindungi kepentingan investor khususnya, dan pasar modal secara umum. Karena itu, hukum memberikan sejumlah kewenangan kepada Bapepam dan bursa efek untuk mengatur, mengawasi serta menjatuhkan sanksi, baik administratif maupun pidana kepada pihak-pihak yang terbukti melakukan pelanggaran terhadap prinsip *disclosure*. Tetapi, apakah kondisi saat ini telah menunjukkan bahwa dengan mengandalkan model laporan keuangan saat ini, menjamin tercegahnya modus kejahatan finansial yang dapat memicu skandal pasar modal, sehingga tidak menimbulkan kerugian bagi investor atau merosotnya kepercayaan publik.

Ancaman pidana merupakan sanksi yang sering dihadapkan kepada pihak yang terbukti melakukan rekayasa laporan keuangan dengan motif mengelabui pemodal atau publik. Namun, untuk membuktikan motif penipuan tersebut memerlukan sejumlah penelusuran dan seringkali harus menyeret pihak lain. Dalam hal ini, misalnya akuntan yang ikut terlibat dalam proses pembuatan laporan tersebut. Hal tersebut tidaklah mudah karena sangat bergantung dari efektivitas sistem penegakan hukum yang ada, walaupun itu tidak menjamin bahwa model kejahatan jenis ini akan mewarnai pasar modal.

Laporan keuangan menjadi kunci untuk meneropong perkembangan keuangan emiten dalam rentang waktu tertentu yang disajikan dalam format informasi yang membutuhkan kemampuan analisa tertentu dari pemodal, di sisi lain, pelaku kejahatan biasanya sudah mempersiapkan kepada publik tersaji sesuai

⁶⁰ Fokus Kompas, *Bursa Saham Dunia Masih Trauma Pada Efek Domino Skandal Enron dan World Com*, Suplemen Khusus Ekonomi Kompas, 31 Agustus 2002, hlm. 37

dengan sasaran akhir dari motif kejahatan mereka. Begitu pentingnya informasi pemegang saham minoritas dan investor publik, maka hukum yang dikembangkan di pasar modal akan selalu menjadikan perlakuan informasi sebagai ukuran atas setiap terjadinya pelanggaran, apakah tergolong sebagai praktek curang (*unfair trading*) maupun kejahatan pasar modal (*market crime*)⁶¹.

Prinsip kehati-hatian dalam pengungkapan informasi yang diduga dapat memberikan pengaruh langsung atau tidak langsung pada perkembangan harga saham, harus menjadi bahan pertimbangan bagi siapa saja. Bila si pelaku dengan sengaja melakukan pelanggaran, maka biasanya dapat terbukti pada rekayasa laporan keuangan, adanya fakta material yang sengaja disembunyikan atau dihilangkan, menyebarkan dokumen atau informasi yang bersifat menyesatkan, melakukan praktek perdagangan orang dalam (*insider trading*) atau manipulasi pasar sebelum laporan keuangan dikeluarkan atau adanya transaksi (*corporate action*) yang bersifat menutupi atau untuk mengalihkan harta kekayaan perseroan kepada entitas lainnya.

Ada pula kemungkinan pelanggaran tersebut disebabkan oleh adanya kelalaian atau ketidaksengajaan, tetapi pihak yang lalai tersebut bukanlah aktor utama dari pelaku kejahatan. Dapat saja mereka adalah konsultan hukum, analis, *investment banker*, komite audit, komisaris, pengurus serta pegawai bursa efek atau juga pejabat-pejabat pemerintah yang karena kedudukan atau fungsi profesinya ikut mengetahui, menyebarkan serta menandatangani sejumlah dokumen yang mengandung informasi yang menyesatkan.

Ledakan sederet skandal di *Wall Street* tidak dapat diartikan bahwa fungsi hukum yang mereka miliki tidak berjalan efektif. Skandal tersebut, lebih banyak lahir karena faktor ekonomis, disertai keterlibatan sederet pelaku yang sifatnya bukan lagi individual atau kelompok, namun bersifat entitas yang sengaja bekerja sama. Rimba finansial di *Wall Street* memang benar-benar dapat menyesatkan bagi siapa saja, termasuk pemodal dunia.

Untuk negeri kita, skandal finansial menjadi bagian dari pemberantasan korupsi, kolusi dan nepotisme, serta persoalan rumit yang terkait dengan

⁶¹ Indra Safitri, *Standar Akuntansi Versus Hukum*, Kompas, 21 Juli 2002, hlm 31

penegakan hukum dan upaya untuk mengembalikan kepercayaan investor bagi kepentingan pemulihan ekonomi. Rendahnya kepercayaan terhadap kebenaran informasi yang tersaji dalam laporan keuangan emiten, atau keabsahan dari jenis informasi yang disampaikan dalam rangka keterbukaan, paralel dengan persoalan di seputar nasib investor yang menjadi korban dari praktek kotor yang mencuat selama ini.

Di manakah peranan hukum pasar modal, baik melalui ketentuan yang terdapat dalam Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, peraturan Bapepam dan ketentuan yang dikeluarkan oleh bursa efek terhadap pelanggaran yang menyangkut keterbukaan informasi serta kejahatan finansial lainnya ? Ketentuan tentang tanggungjawab hukum serta sanksi bagi pihak-pihak yang melanggar keterbukaan informasi, apakah dengan cara menyembunyikan fakta material pada saat proses penawaran umum, memberikan informasi yang menyesatkan kepada pasar dan kewajiban pelaporan, tegas diatur dalam Undang-undang Pasar Modal serta peraturan Bapepam.

Peluang investor untuk menuntut ganti kerugian ke pengadilan kepada emiten, penjamin emisi, akuntan publik, konsultan hukum dan pihak-pihak lainnya turut menandatangani dokumen pernyataan pendaftaran yang sarat manipulatif terdapat dalam pasal 80 ayat 1. Ada sejumlah pasal penyelamat pihak, selain direksi atau komisari emiten, misalnya akuntan publik yang tidak dapat dituntut bilamana di dalam tindakannya tersebut berdasarkan pada kaidah-kaidah profesinya. Investor pun tidak dapat mengajukan tuntutan kerugian bilamana pada saat membeli saham tersebut telah mengetahui tentang resiko investasi, seperti yang termuat dalam prospektus.

Satu-satunya profesi yang secara tegas diatur soal tanggungjawab pelaporannya secara khusus di dalam undang-undang adalah akuntan publik. Pasal 68 Undang-undang Pasar Modal menegaskan adanya kewajiban dari akuntan publik yang terdaftar di Bapepam untuk selambat-lambatnya dalam jangka waktu tiga hari untuk melaporkan kepada Bapepam bila menemukan sesuatu yang bersifat pelanggaran dari emiten terhadap ketentuan hukum pasar modal dan

adanya hal-hal yang dapat membahayakan usaha emiten, investor dan masyarakat lainnya.

Penerapan yang berkenaan dengan audit internal ditujukan dengan maksud untuk memperoleh keyakinan yang memadai bahwa prosedur kontrol internal yang bersangkutan telah diterapkan sebagaimana mestinya atau sesuai dengan yang telah ditetapkan. Kontrol mensyaratkan, bahwa suatu prosedur tidak hanya sekedar dilaksanakan tetapi harus dilaksanakan dengan tepat dan tidak memihak. Oleh karena itu, pengujian ketaatan terutama ditujukan untuk mengetahui apakah prosedur yang diperlukan telah dilaksanakan, bagaimana prosedur tersebut dilaksanakan, dan siapa yang melaksanakan prosedur tersebut. Sebagai contoh yang akan diketengahkan di sini adalah menyangkut kontrol akuntansi. Dalam kaitan dengan pengujian ketaatan terhadap prosedur kontrol terutama dimaksudkan untuk menentukan apakah prosedur tersebut dijalankan oleh orang-orang yang tidak mempunyai fungsi rangkap. Contoh prosedur yang termasuk dalam golongan ini antara lain penerimaan kas, penyetoran ke bank, pengeluaran kas, pencatatan transaksi, dan *posting* ke dalam rekening pelanggan⁶².

Oleh karena prosedur semacam ini sering kali tidak meninggalkan jejak pemeriksaan (*audit trail*) yang berupa bukti-bukti dokumenter mengenai siapa saja yang melakukannya, maka pengujian ketaatan dalam ini perlu dibatasi pada meminta keterangan dalam keadaan ini perlu dibatasi pada meminta keterangan dari karyawan yang berbeda-beda dan melakukan pengamatan langsung untuk menguatkan informasi yang diperoleh selama penelaahan pendahuluan terhadap sistem.

Untuk prosedur kontrol akuntansi yang terutama tergantung pada pemisahan fungsi dan tidak meninggalkan jejak pemeriksaan, pengujian ketaatannya harus meliputi keseluruhan periode yang diperiksa, tetapi pengamatan yang tercakup di dalamnya lazimnya dapat dibatasi pada periode di mana akuntan publik hadir di perusahaan untuk melaksanakan proses pemeriksaan. Sedangkan

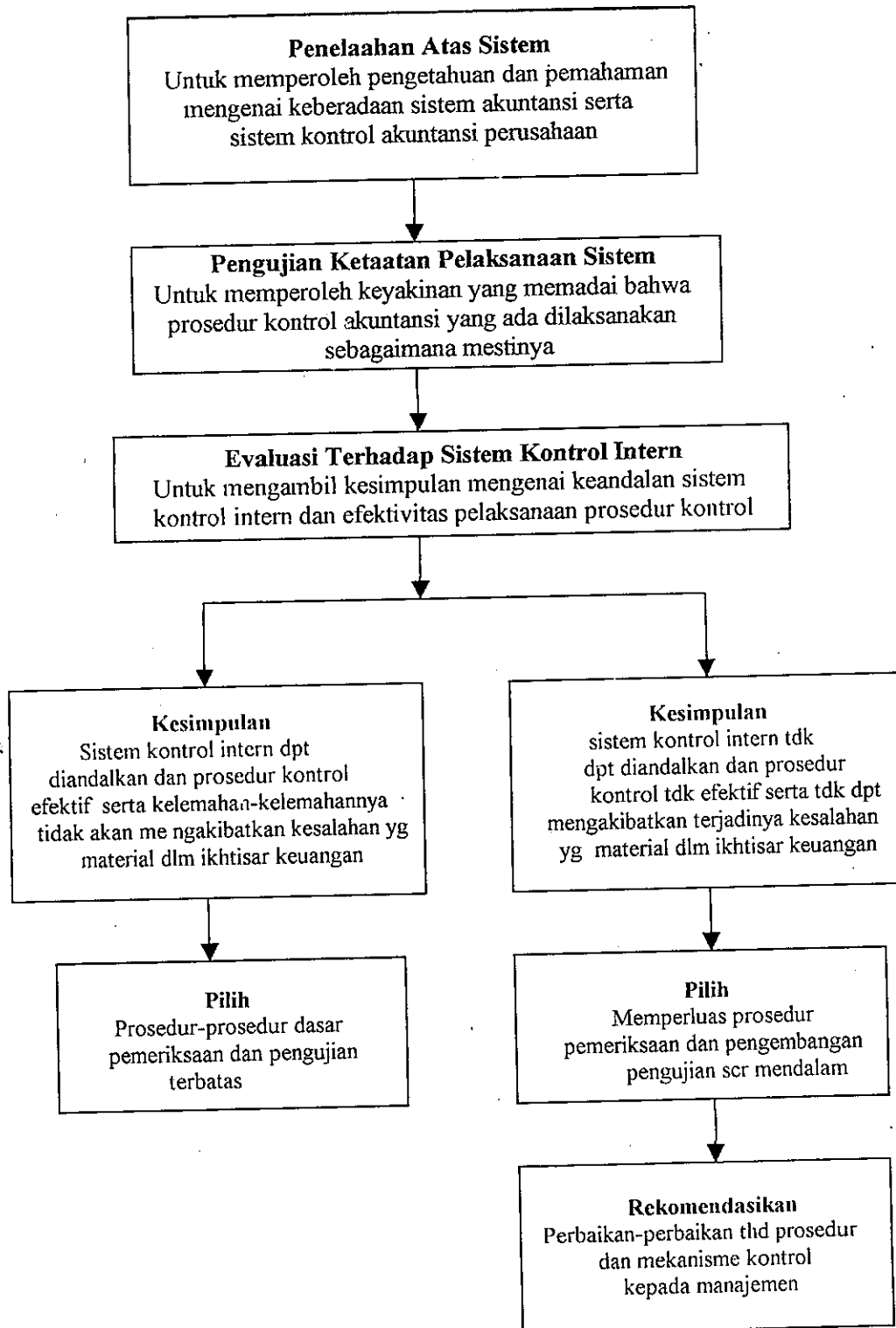
⁶² Fauzi, *Pedoman dan Prosedur Pemeriksaan Akuntan*, Surabaya, Penerbit Indah, 1993, hlm. 97

untuk prosedur kontrol akuntansi yang meninggalkan jejak pemeriksaan berupa bukti dokumenter, pengujian ketaatan seyogyanya diterapkan pada transaksi yang terjadi sepanjang periode yang diperiksa. Hal ini disebabkan oleh adanya konsepsi pengambilan *sample*, bahwa hal yang diperiksa harus diseleksi dari populasi keseluruhan data, untuk kemudian berdasarkan hasil pemeriksaan yang diperoleh diambil kesimpulan umum.

Usaha untuk mencapai tujuan pengujian ketaatan, yaitu memperoleh keyakinan yang memadai bahwa prosedur kontrol akuntansi yang bersangkutan diterapkan sebagaimana direncanakan adalah tergantung pada sifat, ketepatan waktu, luasnya pengujian, serta hasil yang diperoleh dari pengujian tersebut. Tingkat keyakinan yang memadai dalam hal ini merupakan masalah pertimbangan pemeriksaan. Penilaian terhadap sistem kontrol intern harus dilakukan sejak tahap persiapan pemeriksaan (*survei pendahuluan*) yang kemudian ditindaklanjuti selama proses pelaksanaan dengan menggunakan pendekatan yang sistematis. Berkenan dengan itu, perlu diketengahkan langkah-langkah penilaian sistem internal audit sebagaimana tertera dalam bagan berikut ini ⁶³:

⁶³ Fauzi, *Opcit*, hlm.71

Bagan 8
Penilaian Sistem Internal Audit



Sumber : Diolah dari berbagai sumber

Internal audit merupakan salah satu upaya yang ditempuh dalam rangka menciptakan pasar modal yang bersih yang awalnya dimulai dari membenahi setiap sistem yang berlaku di dunia pasar modal khususnya bagi setiap emiten atau perusahaan publik yang disinyalir mempunyai kemungkinan terjadinya pelanggaran yang dilakukan baik oleh pihak-pihak yang bersinggungan dengan emiten atau perusahaan publik maupun otoritas pasar modal dan bahkan dari pihak otoritas pasar modal yang berusaha untuk mengail di air keruh dengan mengambil keuntungan sebesar-besarnya. Namun, disadari bahwa seketat apapun internal audit yang dilakukan oleh pihak dalam emiten atau perusahaan publik maupun pihak-pihak yang secara independen mempunyai wewenang mengatur terciptanya internal audit yang telah digariskan oleh ketentuan undang-undang akan terasa tidak berfaedah manakala aturan main yang telah digariskan tidak dipatuhi dan berusaha untuk mencari celah sehingga tercipta lobang terjadinya pelanggaran.

Ada baiknya dicari solusi yang tepat sebagai formula yang memungkinkan saat ini agar sistem dan mekanisme hukum pasar modal yang ada dapat secara maksimal mencegah sekaligus memberikan sanksi hukum bagi pelaku skandal :

- a. Bercermin dari kasus *Wall Street*, kiblat sistem pengawasan pengawasan pasar modal harus mampu dan dapat menyentuh dinding tebal kaum profesi pasar modal, apakah itu konsultan hukum maupun akuntan di mana persoalan malpraktek perlu dipertegas dalam kerangka hukum yang ancamannya dapat disamakan dengan ancaman maksimal, yaitu pidana. Diminta kepada setiap lembaga atau asosiasi yang menghimpun profesi pasar modal untuk memformulasikan ketentuan tentang independensi serta benturan kepentingan serta menjadi obyek pengawasan publik serta adanya bukti bahwa lembaga tersebut justru bukan tempat berlindung dari kesalahan profesi yang telah dibuat ;
- b. Untuk jangka menengah dan panjang sarana sistem penyelesaian sengketa maupun tindak pidana pasar modal harus dapat dikaitkan dengan lembaga peradilan khusus. Misalnya, dengan pengembangan ruang lingkup pengadilan niaga yang tidak hanya mengurus kepailitan, namun juga pasar modal. Bapepam bersama dengan SRO dan kelompok profesi pasar modal saat ini sedang mempersiapkan Badan Arbitrase Pasar Modal Indonesia (BAPMI) yang menjadi

salah satu alternatif tempat penyelesaian sengketa bagi pelaku pasar modal dengan menggunakan klausula arbitrase ;

- c. Bursa efek harus mampu independen dan janji para direksi barunya untuk mengutamakan penegakan hukum harusnya tetap dalam koridor kepentingan investor dan pasar modal secara keseluruhan. Bukan untuk kepentingan lain. Jadikan bursa efek sebagai satu-satunya tempat bagi pemodal untuk mendapatkan seluruh, mudah-mudahnya, sebanyak-sebanyaknya informasi baik dalam bentuk cetak maupun elektronik. Kualitas keterbukaan informasi jangan diukur dari banyaknya dokumen yang disampaikan kepada bursa efek, namun bagaimana informasi yang terdapat di dalam dokumen tersebut dapat sampai tepat waktu dan dimengerti pemodal tentang segala pengaruh yang dapat timbul terhadap perkembangan harga saham ;
- d. Pemerintah dan DPR baik untuk kepentingan politik maupun ekonomis, semestinya dapat lebih berhati-hati bilamana mengungkapkan segala sesuatu yang terkait dengan pasar modal agar tidak menimbulkan pengaruh. Bukan hanya terhadap kewibawaan otoritas pasar modal namun juga terhadap perkembangan harga saham.

Perkembangan yang terjadi selama ini menimbulkan kebingungan di kalangan pelaku pasar maupun masyarakat selain itu kualitas keterbukaan yang diragukan dengan investor yang tidak memiliki pendidikan investasi yang cukup, tidak mengherankan bilamana investor negeri ini akan cenderung spekulatif ketimbang pemodal yang mengerti dan berusaha mendapatkan laporan perkembangan usaha emiten dengan tidak melawan hukum.

Ditengah upaya membangun kembali pasar modal Indonesia, efektivitas sistem dan standar akuntansi ternyata memerlukan lebih banyak perhatian. Temuan-temuan yang mencuat soal keterbukaan, khususnya pertanggungjawaban hukum dari direksi, komisaris maupun akuntan yang membuat laporan keuangan emiten, perlu catatan khusus.

c. Penerapan *Good Corporate Governance* Dalam Pasar Modal

Ide dasar *corporate governance* adalah adanya keinginan untuk memisahkan fungsi dan kepentingan diantara para pihak di dalam suatu perusahaan, yaitu pihak yang menyediakan modal atau pemegang saham, pengawas, dan pelaksana sehari-hari usaha perusahaan (*day to day management*). Dengan pemisahan tersebut, perusahaan akan lebih efisien dibandingkan dengan misalnya persekutuan perdata di mana semua anggota persekutuan mempunyai hak dan kewajiban yang sama terhadap persekutuan serta mempunyai kewenangan manajemen yang lama⁶⁴.

Dalam pemisahan tersebut, pemegang saham tidak mempunyai pengendalian terhadap kebijakan usaha harian perusahaan dan kepentingan pemegang saham secara kolektif, perusahaan akan diwakili oleh *board of director* (dewan direktur). Pengelolaan sehari-hari atas suatu perusahaan dilaksanakan oleh manajemen yang profesional dan untuk memastikan jalannya perusahaan sesuai dengan garis kebijakan yang ditetapkan oleh *board of directors*, pengawasan harus dilaksanakan oleh *board of directors*. Oleh karena itu, *board of directors* harus melaksanakan *fiduciary duties* dalam mengemban kepentingan pemegang saham.

Pengertian *corporate governance* itu sendiri kemudin berkembang sejalan dengan perkembangan perusahaan dan dunia usaha. *Corporate governance* adalah hubungan antara *stock holders* yang digunakan untuk menentukan arah dan pengendalian kinerja suatu perusahaan. Bagaimana perusahaan memonitor dan mengendalikan keputusan dan tindakan manajer puncak, yang disebut *governance mechanism*, mempengaruhi implementasi strategi⁶⁵. *Corporate governance* yang efektif, yang menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham dapat menghasilkan keunggulan kompetitif bagi perusahaan. Beberapa pengertian *corporate governance* dikutip sebagai berikut⁶⁶ :

⁶⁴ I Nyoman Tjager, *Corporate Governance Dalam Pasar Modal*, Newsletter No37/X, Juni 1999, hlm.1

⁶⁵ Iman Sjahputra Tunggal dan Amin Sjahputra Tunggal, *Memahami Konsep Corporate Governance*, Jakarta, Harvarindo, 2002, hlm. 1

⁶⁶ *Ibid*, hlm. 3-7

- a. *Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI)*
Corporate governance can be defined as a set of rules that defines the relationship between shareholders, manager, creditors, the government, employees and other internal and external stakeholders in respect to their responsibilities, or the system by which companies are directed and controlled. The objective of corporate governance is to create added value to the stakeholders

- b. *Corporate Governance Committee of Singapore*
Corporate governance refers to the process and structure by which the business and affairs of the company are directed and managed, in order to enhance long term shareholder value through enhancing corporate performance and accountability, whilst taking into account the interest of the stakeholders. Good corporate governance therefore embodies both enterprise (performance) and accountability.

- c. Surat Edaran Meneg.PM & P.BUMN No.S.106/M.PM P.BUMN/2000, tanggal 17 April 2000 tentang Kebijakan Penerapan *Corporate Governance*
Good Corporate Governance diartikan sebagai suatu hal yang berkaitan dengan pengambilan keputusan yang efektif yang bersumber dari Budaya Perusahaan, Etika, Nilai, Sistem, Proses Bisnis, Kebijakan dan Struktur Organisasi Perusahaan yang bertujuan untuk mendorong dan mendukung :
 - Pengembangan perusahaan ;
 - Pengelolaan Sumberdaya dan resiko secara lebih efisien dan efektif ; dan
 - pertanggungjawaban perusahaan kepada pemegang saham dan *stakeholders* lainnya.

Dengan kata lain, suatu perusahaan hendaknya dikelola secara terbuka dan jujur serta dapat dipertanggungjawabkan. *Corporate governance* yang efektif menciptakan sistem yang dapat menjaga keseimbangan dalam pengendalian perusahaan sehingga dapat ditekan seminimal mungkin peluang-peluang terjadinya korupsi, penyalahgunaan kewenangan masing-masing perusahaan, menciptakan insentif bagi manajer untuk memaksimalkan produktivitas penggunaan aset dan sumber daya lainnya sehingga dicapai hasil usaha yang maksimal.

Corporate governance mengandung prinsip-prinsip yang melindungi kepentingan perusahaan, pemegang saham, manajemen, *board of directors* dan

investor serta pihak-pihak yang terkait dengan perusahaan. Prinsip-prinsip tersebut adalah diantaranya dengan melalui penerapan sebagai berikut ⁶⁷ :

a. *Fairness* (Keadilan)

Perlindungan kepentingan *minority shareholders* dari penipuan, kecurangan, perdagangan dan penyalahgunaan oleh orang dalam (*insider trading*). Keadilan adalah kesetaraan perlakuan dari perusahaan terhadap pihak-pihak yang berkepentingan sesuai dengan kriteria dan proporsi yang seharusnya. Dalam hal ini ditekankan agar pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan terlindungi dari kecurangan serta penyalahgunaan wewenang yang dilakukan oleh orang dalam ;

b. *Transparency*

Pengungkapan informasi kinerja perusahaan baik ketepatan waktu maupun akurasi (keterbukaan dalam proses, *decision making, control, fairness, quality, standardization, efficiency time & cost*) Transparansi adalah keterbukaan dalam melaksanakan suatu proses kegiatan perusahaan. Dengan transparansi, pihak-pihak yang terkait akan dapat melihat dan memahami bagaimana dan atas dasar apa keputusan-keputusan tertentu dibuat serta bagaimana suatu perusahaan dikelola. Namun hal tersebut tidak berarti bahwa segala masalah-masalah strategis harus dipublikasikan, sehingga akan mengurangi akan mengurangi keunggulan bersaing perusahaan.

c. *Accountability*

Penciptaan sistem pengawasan yang efektif berdasarkan keseimbangan pembagian kekuasaan antara *board of commissioner, board of directors, shareholders* dan *auditor*. Akuntabilitas adalah pertanggungjawaban atas pelaksanaan fungsi dan tugas-tugas sesuai dengan wewenang yang dimiliki oleh seluruh organ perseroan.

Dalam hal ini direksi (beserta manajer) bertanggungjawab atas keberhasilan pengurusan perusahaan dalam rangka mencapai tujuan yang telah disetujui oleh pemegang saham. Komisaris bertanggungjawab atas keberhasilan pengawasan dan pemberian nasehat kepada direksi dalam rangka pengelolaan perusahaan. Pemegang saham bertanggungjawab atas keberhasilan pembinaan dalam rangka pengelolaan perusahaan.

d. *Responsibility*

Pertanggungjawaban perusahaan sebagai bagian dari masyarakat kepada *stakeholders* dan lingkungan di mana perusahaan itu berada

⁶⁷ Iman Sjahputra Tunggal & Amin Wijaya Tunggal, *Opcit*, hlm. 7

e. *Disclosure* (keterbukaan dalam informasi)

Disclosure adalah keterbukaan dalam mengungkapkan informasi yang material dan relevan mengenai perusahaan. *Disclosure* erat kaitannya dengan transparansi, yaitu perusahaan harus dapat memberikan informasi atau laporan yang akurat dan tepat waktu mengenai kinerja perusahaan

f. *Independency* (kemandirian)

Kemandirian adalah sebagai keadaan di mana perusahaan bebas dari pengaruh atau tekanan pihak lain yang tidak sesuai dengan mekanisme korporasi. Dalam tanggungjawab ditekankan bahwa dalam menjalankan fungsi, tugas dan tanggungjawabnya, komisaris, direksi dan manajer atau pihak-pihak yang diberi tugas untuk mengelola kegiatan perusahaan, terbebas dari tekanan ataupun pengaruh baik dari dalam maupun dari luar perusahaan.

Selanjutnya, hendaknya dipahami cakupan atau muatan dari *corporate governance* di mana OECD telah memberikan pedoman mengenai hal-hal yang perlu diperhatikan agar tercipta *good corporate governance* dalam suatu perusahaan yaitu :

1) Hak dan tanggungjawab pemegang saham

Kerangka kerja *corporate governance* harus mendorong dan melindungi pemegang saham sendiri :

- Metode yang aman dalam pendaftaran kepemilikan, melakukan transfer efek, mendapatkan informasi perusahaan, partisipasi dalam RUPS, memilih anggota *boards of directors* dan mendapatkan deviden
- berhak untuk berpartisipasi dan diberitahu mengenai keputusan perubahan perusahaan yang bersifat fundamental misalnya perubahan anggaran dasar penambahan modal, merger dan penjualan aset perusahaan dalam jumlah yang besar

Di samping itu, harus pula dimungkinkan adanya kontrol pasar terhadap perusahaan untuk menciptakan perusahaan yang wajar dan transparan melalui

- Peraturan, persyaratan dan tata cara mengenai pemilihan direktur, pengendalian yang terjadi di pasar modal, transaksi bersifat material seperti merger dan penjualan aset perusahaan, harus secara jelas diungkapkan kepada publik dan proses transaksi tersebut harus didasarkan pada harga yang transparan yang melindungi kepentingan pemegang saham ;
- Struktur permodalan yang memungkinkan pemegang saham tertentu mengendalikan perusahaan harus diungkapkan ;

- Hak untuk melakukan *anti take over* hanya digunakan semata-mata untuk kepentingan perusahaan dan pemegang saham
Pemegang saham khususnya institusi harus diberi kesempatan untuk menggunakan hak suara mereka.

2) Hak dan tanggungjawab *stakeholder*

Kerangka kerja *corporate governance* harus memberi kepastian bahwa hak *stakeholder* dan publik dilindungi oleh undang-undang dan mendorong kerjasama yang aktif antara perusahaan dengan *stakeholder* untuk meningkatkan kesejahteraan kemakmuran dan lapangan kerja serta kemampuan keuangan perusahaan yang memadai. Oleh karena itu, dalam *corporate governance* hak *stakeholder* dilindungi peraturan perundang-undangan dan kepentingannya juga dihormati. Dalam hal kepentingan *stakeholder* yang dilindungi tersebut dilanggar oleh pihak lain, maka *stakeholder* harus mempunyai kesempatan penyelesaian yang adil. Selain itu, *stakeholder* harus didorong untuk berpartisipasi dalam perusahaan.

3) Perlakuan yang wajar terhadap pemegang saham

Kerangka kerja *corporate governance* harus memastikan perlakuan yang wajar terhadap semua pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas dan asing. Pemegang saham yang mempunyai klasifikasi yang sama mendapat perlakuan yang sama. Pemegang saham harus dilindungi dari penipuan, *self dealing* dan *insider trading* yang dilakukan oleh *board of directors*, manager dan pemegang saham utama, atau pihak lain yang mempunyai akses informasi perusahaan. Selain itu, perusahaan harus pula secara transparan mengungkapkan keterbukaan dalam hal adanya transaksi yang punya benturan kepentingan

4) Keterbukaan dan transparansi

Kerangka kerja *corporate governance* harus memastikan diungkapkannya informasi material perusahaan yang akurat dan tepat waktu antara lain meliputi situasi keuangan, kinerja perusahaan, pemegang saham dan manajemen perusahaan, faktor resiko yang mungkin timbul. Informasi material yang perlu diungkapkan meliputi antara lain hasil keuangan dan usaha perusahaan pemegang saham utama anggota *board of directors* dan eksekutif, resiko yang mungkin dihadapi, struktur dan kebijakan perusahaan serta target yang hendak dicapai. Informasi tersebut harus disajikan dan diungkapkan sesuai dengan standard internasional atau standard nasional yang mempunyai kualitas tinggi. Selain itu, audit tahunan perusahaan harus dilakukan oleh auditor independen. Perusahaan juga harus melakukan penyebaran informasi secara *fair*, tepat waktu dan murah bagi pengguna yang ingin mengakses informasi dimaksud

Dari hal-hal yang disebut di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum *corporate governance* ditujukan untuk memastikan direktur dan manager (*insider*) bertindak sebaik-baiknya untuk kepentingan investor (pemegang saham dan kreditur). Sebagaimana dimaklumi, perlindungan kepentingan investor dapat terjadi melalui berbagai cara, antara lain *financial contract*, konsentrasi kepemilikan dan pemberian pinjaman, pengambil alihan, dan peraturan perundang-undangan. Melalui *financial contract*, kepentingan investor jelas akan terlindungi oleh karena dalam kontrak investor dapat memasukkan klausula-klausula yang pada intinya melindungi kepentingannya sehingga yang bersangkutan dapat mengontrol manager untuk mengambil kebijakan⁶⁸.

Konsentrasi dan pemberian pinjaman dan pengambilalihan juga melindungi kepentingan investor, oleh karena yang bersangkutan dapat mengontrol perusahaan melalui kepemilikan dan pinjamannya pada perusahaan lain melalui perbaikan manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Hal terakhir yang dapat memberi perlindungan terhadap kepentingan investor adalah dengan adanya peraturan perundang-undangan.

Sistem hukum harus memberikan perlindungan terhadap hak-hak pemodal dengan pengaturan yang jelas, transparan, pasti dan tegas. Akan tetapi perlindungan tersebut timbul karena adanya usah investor itu sendiri untuk melindungi kepentingannya pada perusahaan. Sedangkan kepentingan perusahaan, pemegang saham, dan pihak-pihak lain yang berkepentingan dengan perusahaan tidak terlindungi. Sebagai contoh adalah krisis perekonomian yang timbul di Indonesia saat ini muncul sebagai akibat dari :

- a. Adanya konsentrasi kepemilikan pihak tertentu yang memungkinkan terjadinya hubungan afiliasi antara pemilik, pengawas, dan direktur perusahaan ;
- b. Penyaluran pembiayaan antar grup (pemberian pinjaman) di mana sumber dana yang diperoleh dari suatu perusahaan tertentu dipakai untuk membiayai perusahaan lain dari grup yang sama ; dan
- c. Terbentuknya konglomerasi usaha secara komprehensif atau terbentuknya grup usaha yang bergerak dari usaha yang komprehensif mulai dari perusahaan penyedia dana sampai dengan

⁶⁸ Paripurna P.Sugarda, *Pengelolaan Perusahaan Yang Baik : Apakah Hanya Etika Bisnis atau Juga Persyaratan Hukum?*, Jakarta, Jurnal Hukum Bisnis Vol 14, Juli 2001, hlm . 54

pengguna dana. Akibatnya adalah tersalurnya dana oleh bank-bank pada perusahaan yang masih dalam grupnya sendiri, sehingga kebijakan pemberian pinjaman tidak lagi memperhatikan unsur kelayakan

Dilihat dari manfaatnya, *corporate governance* secara sempit sangat berguna dalam meningkatkan makro ekonomi negara. Sebab, dengan dilaksanakannya *corporate governance* maka *board of directors* dan manajemen akan mendapat insentif (imbalan) yang layak, sehingga mereka dapat mencurahkan sepenuhnya untuk mengelola dan merealisasikan tujuan perusahaan, juga tujuan pemegang saham yang hendak dicapai sementara *board of director* secara aktif memonitor usaha pencapaian tujuan. Dengan demikian, terjadinya korupsi dan kesalahan manajemen akan dapat dikurangi. Di samping itu, perusahaan akan didorong pula untuk memanfaatkan segala sumber dana yang ada secara efisien, sehingga dapat meningkatkan performa perusahaan sekaligus kepercayaan investor. Hal ini akan menciptakan nilai perusahaan secara maksimum.

Bab IV

Penutup

A. Kesimpulan

Pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar modal menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (*investor*) dan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Dengan adanya pasar modal maka pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbalan (*return*) sedangkan pihak *issuer* (dalam hal ini perusahaan) dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana operasi perusahaan.

Dalam kerangka mengimplementasikan keberpihakan hukum atas kepentingan investor di pasar modal, pelaku pasar seperti halnya emiten, perusahaan efek dan pelaku pasar yang lain, wajib menjalankan prinsip-prinsip keterbukaan (*disclosure principles*) dalam segala aspek ekonomis yang berlangsung di pasar modal. Kepastian hukum akan mewujudkan suatu pasar modal yang teratur, wajar dan kompetitif dengan tetap memberikan perlindungan maksimal kepada investor yang menempatkan dananya di pasar modal.

Hukum pasar modal memberikan jaminan kepada investor bahwa informasi yang diterima dari lantai bursa adalah informasi yang benar dan tidak menyesatkan. Karena itu, informasi sebagai komoditas utama pasar modal haruslah dijamin memuat sesuatu informasi atau fakta yang material. Kredibilitas emiten atau perusahaan efek yang memberikan informasi yang menyesatkan (*misleading information*) tidak hanya jatuh di mata investor asing dan secara otomatis kredibilitas tersebut akan tersebar ke seluruh dunia.

Ketentuan tentang larangan untuk memberikan keterangan yang dapat menyesatkan investor diatur dalam pasal 93 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yaitu :

- a. Setiap pihak dilarang, dengan cara apapun membuat pernyataan atau memberikan keterangan yang secara materiil tidak benar atau menyesatkan sehingga mempengaruhi harga efek di bursa efek, apabila pada saat pernyataan dibuat atau keterangan diberikan ;
- b. Pihak yang bersangkutan mengetahui bahwa pernyataan atau keterangan tersebut secara materiil tidak benar atau menyesatkan ; atau
- c. Pihak yang bersangkutan tidak cukup berhati-hati dalam menentukan kebenaran materiil atau keterangan tersebut.

Informasi yang mengandung keterangan yang menyesatkan merupakan sesuatu yang sangat sensitif karena menyangkut kepentingan semua pihak yang terlibat dalam setiap transaksi efek di pasar modal. Pergerakan yang didasarkan pada keterangan yang menyesatkan terakumulasi melalui perbuatan terlarang diantaranya memunculkan terjadinya penipuan (*fraud*), manipulasi pasar (*market manipulation*) serta perdagangan orang dalam (*insider trading*).

Khusus mengenai *insider trading* secara tegas dinyatakan sebagai perbuatan yang dilarang karena dengan akses yang dimiliki oleh pihak-pihak tertentu menyebabkan prinsip-prinsip transparansi yang seharusnya dijunjung tegak terabaikan. Transaksi yang seharusnya dijalankan adalah transaksi yang didasarkan atas kewajaran, keteraturan dan keterbukaan. Sehubungan dengan hal tersebut, doktrin hukum tentang kewajiban menjalankan prinsip-prinsip keterbukaan (*disclosure principles*) mempunyai konsekuensi yuridis sebagai berikut :

- a. Prinsip ketinggian derajat akurasi informasi ;
- b. Prinsip ketinggian derajat kelengkapan informasi ; dan
- c. Prinsip keseimbangan antara efek negatif kepada emiten di satu pihak dan di pihak lain efek positif kepada publik, jika dibukanya informasi tersebut.

Informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak yang berkepentingan atas informasi atau fakteori tersebut. Teori ekonomi mengajarkan bahwa harga yang tercatat di bursa dan perdagangan sukuritas secara luas lainnya selalu merefleksikan kesepakatan antara investor mengenai harga yang wajar berdasarkan informasi yang tersedia. Informasi yang

ada harus dapat menimbulkan perubahan harga sekuritas. Tidak adanya perubahan terhadap harga saham, maka tidak memenuhi kategori informasi material. Adanya informasi material akan memberikan gambaran kepada investor beli dan jual untuk menentukan kebijakan investasinya. Fakta menunjukkan bahwa harga sekuritas ditentukan oleh informasi yang tersedia. Apabila informasi mengenai perusahaan atau emiten adalah positif, misalnya emiten memperoleh laba yang luar biasa, maka harga sahamnya akan naik, demikian pula sebaliknya apabila informasi negatif yang terjadi.

Hampir seluruh peraturan pasar modal di Indonesia bersentuhan dengan keberadaan emiten atau perusahaan publik. Dari sekian banyak aturan tentang emiten atau perusahaan publik tersebut, mayoritas mengatur mengenai kewajiban yang harus dipenuhi oleh emiten atau perusahaan publik tersebut. Dan bila dirinci lagi, dapat dikatakan bahwa sebagian besar dari kewajiban tersebut adalah berkaitan dengan pelaksanaan dari prinsip *disclosure*, yaitu mengatur informasi apa yang harus diungkapkan, bagaimana cara mengungkapkannya, kepada siapa harus diungkapkan, dan kapan pengungkapannya harus dilakukan.

Prinsip *disclosure* pada hakekatnya adalah prinsip, pedoman, atau kewajiban yang melekat pada emiten atau perusahaan publik serta pihak lain yang terkait dengan emiten atau perusahaan publik tersebut untuk mengungkapkan informasi material mengenai usahanya atau efeknya yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan portofolio investasi pemodal. Informasi yang disampaikan tersebut harus memenuhi syarat kewajaran, kecukupan, kelengkapan, kebenaran dan ketepatan waktu penyampaiannya sesuai dengan ketentuan yang berlaku. Prinsip *disclosure* ini mengikat perusahaan sejak perusahaan mulai menyampaikan niatnya untuk melakukan penawaran umum, dan akan berlanjut terus selama perusahaan tersebut masih mengemban status sebagai emiten atau perusahaan publik.

Alasan utama mengapa *disclosure* diperlukan adalah agar pihak investor dapat melakukan suatu *informed decision* untuk membeli atau tidak suatu efek. karena suatu *informed decision* akan merupakan landasan bagi terbentuknya suatu harga pasar yang wajar. Dalam hal ini, suatu harga akan wajar apabila dapat

merefleksikan *intrinsic value* dari efek, di mana *intrinsic value* tersebut akan sangat bergantung pada seberapa efisien tersedianya informasi tentang perusahaan yang bersangkutan.

Berkenaan dengan penulisan tesis kami yang berjudul **Penerapan Prinsip Disclosure Sebagai Upaya Pencegahan Praktek Insider Trading Dalam Transaksi Efek**, berikut merupakan intisari dari penulisan tesis kami :

1. Faktor-faktor Penyebab Munculnya Praktek Insider Trading Dalam Transaksi Efek

a. Fluktuasi Harga Saham

Sebagai surat berharga yang ditransaksikan di pasar modal, harga saham selalu cenderung mengalami fluktuasi, naik turun dari satu waktu ke waktu yang lain. Seperti komoditi lain pada umumnya, fluktuasi harga saham tersebut tergantung pada kekuatan penawaran dan permintaan. Apabila suatu saham mengalami kelebihan permintaan, harga cenderung naik. Sebaliknya, apabila terjadi kelebihan penawaran harga saham akan cenderung turun. Jadi, hukum permintaan dan penawaran berlaku sepenuhnya untuk perdagangan saham di lantai bursa.

Namun, berbeda dengan barang dagangan lainnya fluktuasi harga saham dapat tajam sekali, sehingga investor yang paling profesional sekalipun bisa terheran-heran. Saham A bisa naik mendadak 30 % dalam waktu beberapa menit dan bisa turun 70 % beberapa waktu kemudian. Kenaikan atau kemerosotan harga yang tajam ini terjadi karena unsur permintaan yang dilakukan oleh spekulator untuk mendapatkan keuntungan dalam waktu yang singkat.

Beberapa kasus melonjaknya harga suatu saham di lantai bursa banyak terindikasi sebagai *insider information*. Artinya, pembelian atau penjualan saham tersebut terjadi setelah ada informasi dari "orang dalam". Yang disebut "orang dalam" adalah direksi, komisaris, pemegang saham utama atau orang yang mempunyai relasi dekat dengan manajemen emiten. Informasi tersebut sebenarnya rahasia dan belum menjadi milik publik, tetapi bocor ke kalangan pelaku bursa. Karena dengan informasi tersebut, investor pun membeli saham terlebih dahulu

dalam jumlah besar. Hal ini disebut *insider trading*, suatu bentuk transaksi di bursa yang dilarang oleh Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

b. Peranan *Insider* (Orang Dalam) Sebagai Potensi Terjadinya Praktek *Insider Trading*

Insider Trading merupakan suatu kejahatan yang sering dilakukan dalam industri pasar modal. Indikasi awal yang paling mungkin dimunculkan terhadap pelanggaran jenis ini adalah penyalahgunaan *inside information* oleh pelaku pasar modal. Penggunaan *inside information* yang dilakukan oleh *insider* melanggar prinsip-prinsip yang dijunjung dan harus selalu ditegakkan oleh pelaku pasar modal. Oleh karena itu, peraturan pasar modal selalu menempatkan ketentuan hukum yang melarang *insider trading* dilakukan oleh pelaku pasar modal. Setidaknya terdapat tiga unsur yang mendukung suatu pelanggaran tergolong dalam *insider trading* apabila terpenuhi hal-hal sebagai berikut :

1. Adanya orang dalam ;
2. Informasi material yang belum tersedia bagi masyarakat atau belum di *disclose* ; dan
3. Melakukan transaksi karena informasi material.

Orang dalam yang dimaksud oleh pelaku pasal 95 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal adalah :

1. Komisaris, direktur atau pegawai emiten ;
2. Pemegang saham utama emiten ;
3. Orang perorangan yang karena kedudukan atau profesinya atau karena hubungan usahanya dengan emiten atau perusahaan publik memungkinkan orang tersebut memperoleh informasi ; atau
4. Pihak yang dalam waktu 6 (enam) bulan terakhir tidak lagi menjadi pihak sebagaimana dimaksud dalam huruf a, huruf b, atau huruf c di atas.

Kita mengetahui bahwa informasi adalah komoditi dan elemen yang paling penting bagi sebuah industri pasar modal. Setiap pihak, terutama investor berhak atas penerimaan informasi yang mengandung kebenaran dan penyampaian informasi tersebut harus secara *fair* dan wajar. Dalam rangka penegakan hukum dan kepastian hukum dalam transaksi di lantai bursa, setiap pihak harus melakukan transaksi berdasarkan kewajiban, keteraturan dan

keterbukaan (*disclosure*). Artinya, seseorang dilarang menggunakan suatu informasi yang berasal dari orang dalam (*insider*) suatu perusahaan publik atau emiten. Begitu juga *insider*, misalnya direktur emiten, dilarang membeli atau menjual saham atas dasar informasi yang ia miliki, padahal informasi tersebut belum disampaikan atau diketahui publik.

c. Pemahaman Sempit Terhadap Prinsip Umum Transaksi Efek Sebagai Celah Terjadinya Praktek *Insider Trading*

Teori ekonomi mengajarkan bahwa harga yang tercatat di bursa dan perdagangan sekuritas secara luas lainnya selalu merefleksikan kesepakatan antara investor mengenai harga yang wajar berdasarkan informasi yang tersedia. Informasi material yang ada harus dapat menimbulkan perubahan harga sekuritas. Tidak adanya perubahan terhadap harga saham, maka tidak memenuhi kategori informasi material. Adanya informasi material akan memberikan gambaran kepada investor beli dan jual untuk menentukan kebijakan investasinya. Fakta menunjukkan bahwa harga sekuritas ditentukan oleh informasi yang tersedia. Apabila informasi mengenai perusahaan atau emiten adalah positif, misalnya emiten memperoleh laba yang luar biasa, maka harga sahamnya akan naik, demikian pula sebaliknya apabila informasi negatif yang terjadi.

Informasi eksklusif yang dimiliki seseorang akan menempatkan dirinya pada posisi yang diuntungkan (*informational advantages*). Apabila berdasarkan informasi tersebut seseorang kemudian melakukan transaksi efek, maka akan menimbulkan ketidakadilan di lantai bursa. Berdasarkan informasi material tersebut, terdapat tiga teori dalam praktek perdagangan efek di pasar modal yaitu :

1. *Disclose or Abstain Theory* ;
2. *Fiduciary Duty Theory* ; dan
3. *Missappropriation Theory*.

1) *Disclose or Abstain Theory*

Orang yang memiliki hubungan pekerjaan (orang dalam) dengan emiten dilarang melakukan perdagangan terhadap sekuritas dari emiten tersebut karena adanya informasi yang belum terbuka kepada masyarakat investor.

Berdasarkan informasi yang dimilikinya maka orang dalam terhadap masalah tersebut dapat menentukan pilihannya yaitu membuka informasi tersebut (*disclose*) kepada pedagang/investor lain atau tidak membuka informasi material tetapi juga tidak boleh melakukan transaksi perdagangan (*abstain*) atau tidak merekomendasikan kepada pihak lain untuk melakukan transaksi di bursa terhadap sekuritas perusahaan. Keadaan tersebut dikenal dengan istilah *disclose or abstain theory*.

2) *Fiduciary Duty Theory*

Fiduciary duty theory didasarkan pada doktrin hukum *common law* yang menegaskan bahwa setiap orang yang mempunyai *fiduciary duty* atau hubungan lain yang berdasarkan kepercayaan dengan perusahaan. Berdasarkan teori tersebut, siapa saja yang dibayar oleh perusahaan untuk melaksanakan tugas yang diberikan, maka dia mempunyai *duty* kepada perusahaan untuk menjalankan tugas tersebut dengan sebaik-baiknya (*due dilligence*) dengan ukuran etis dan ekonomis yang tinggi.

Undang-undang No 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas secara tidak langsung menganut prinsip *fiduciary duty*. Hal tersebut terdapat dalam pasal 79 ayat (1) dan pasal 82 Undang-undang Perseroan Terbatas. Berdasarkan kedua pasal tersebut dapat dikatakan bahwa direksi mempunyai wewenang ganda yaitu melaksanakan pengurusan dan menjalankan perseroan.

3) *Missappropriation Theory*

Missappropriation theory adalah teori mengenai transaksi yang dilakukan oleh orang di luar perusahaan secara sengaja berdasarkan informasi yang belum tersedia bagi masyarakat, maka dianggap sama dengan telah melakukan *insider trading*. Teori ini sangat komprehensif, artinya teori tersebut mampu menjangkau praktek transaksi efek yang dilakukan oleh seseorang berdasarkan informasi secara tidak langsung atau dengan kata lain teori tersebut dapat diterapkan terhadap orang yang mendapat "*tip*" dari orang dalam.

Pasal 95 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal apabila dianalisis lebih jauh dengan memperhatikan teori-teori sebagaimana tersebut di atas, maka masih terdapat celah hukum yang dapat dipakai oleh orang

dalam maupun *tipee* untuk melakukan transaksi efek yang dilarang atau *insider trading*. Pasal 95 Undang-undang Pasar Modal hanya menjangkau orang-orang dalam kapasitas *fiduciary duty* sehingga para pelaku yang masuk kategori *misappropriation theory* dapat dipastikan terhindar dari pelaksanaan pasal 104 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

2. Penerapan Prinsip *Disclosure* Sebagai Sarana Pencegahan Praktek *Insider Trading* Dalam Transaksi Efek

a. Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Sebelum Pernyataan Menjadi Efektif

Pada tahap awal dalam suatu transaksi efek, pelaksanaan prinsip *disclosure* bermula pada saat perusahaan memasuki fase Pra Pencatatan Pernyataan Pendaftaran. Masa penyampaian pernyataan pendaftaran sampai pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif oleh Bapepam adalah melalui tiga fase yaitu fase pra pendaftaran (proses ekstern), masa tunggu (proses intern Bapepam) dan pasca pernyataan pendaftaran efektif.

Ketiga fase tersebut merupakan fase formal yang harus dilalui oleh emiten atau perusahaan publik yang hendak mencatatkan efeknya di bursa efek. yang perlu dicermati dalam proses tersebut adalah dipenuhinya segala ketentuan yang telah digariskan oleh otoritas pasar modal, dalam hal ini adalah Bapepam. Ketentuan tersebut terkait dan mengikat bagi setiap pihak yang ingin berkiprah dalam pasar modal Indonesia. Kelengkapan yang harus disertakan diantaranya adalah mengenai kelengkapan dokumen, kecukupan dan kejelasan informasi serta dipenuhinya prinsip *disclosure* lainnya dari aspek hukum, akuntansi, keuangan dan manajemen emiten.

b. Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Pada Perdagangan Saham Di Pasar Perdana

Pada perdagangan saham yang berlangsung di pasar perdana timbul permasalahan terhadap penerapan prinsip *disclosure* yang berpangkal pada penyampaian informasi penawaran saham melalui prospektus. Terhadap hal ini, sesuai dengan pengaturan hukum mengenai prospektus terdapat aturan yang

melarang prospektus memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta material. Fungsi prospektus sangat penting bagi investor mengingat prospektus memberikan pengetahuan yang cukup dan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam membuat keputusan untuk membeli suatu saham, maka bentuk dan isi dan saat penyampaian prospektus kepada calon investor memerlukan pengaturan yang cukup sehingga dapat bermanfaat sebagai salah satu cara melindungi investor dari praktek-praktek pelanggaran pasar modal seperti *insider trading* dan manipulasi pasar (*market manipulation*).

Terhadap pelaksanaan prinsip *disclosure* pada perdagangan saham di pasar perdana tampaknya belum menyentuh hingga ke permasalahan secara luas. Proyeksi semacam ini dikenal sebagai *forward looking statement* yang didalamnya mengandung unsur-unsur sebagai berikut :

- a. Pernyataan tentang rencana dan tujuan operasi di masa depan ;
- b. Pernyataan tentang kinerja ekonomi masa depan, yang berisi pembahasan manajemen keuangan serta hasil-hasil operasi ; dan
- c. Pernyataan yang mendasarkan atas prinsip-prinsip *disclosure* tentang asumsi yang berdasarkan dan berhubungan dengan pernyataan di atas.

Adanya ketentuan tersebut dapat secara efektif menghindarkan terjadinya pelanggaran adanya perbuatan curang. Pendeteksian secara dini akan memudahkan mengungkap terjadinya indikasi pelanggaran yang dibuat oleh orang dalam (*insider*).

c. Pelaksanaan Prinsip *Disclosure* Pada Perdagangan Saham Di Pasar Sekunder

Pada perdagangan saham, tahap akhir dari rangkaian proses *go publik* adalah *listing* yaitu pencatatan efek di bursa efek setelah Pernyataan Pendaftaran efektif dan emiten atau perusahaan publik dengan penjamin emisi telah melakukan penawaran umum. Setelah efeknya tercatat di bursa ini, maka efek secara resmi dapat diperdagangkan di pasar sekunder atau melalui bursa efek. setelah *listing*, emiten atau perusahaan publik masuk ke pasar sekunder dan harga saham yang diperdagangkan ditentukan oleh mekanisme pasar modal.

Dengan memperhatikan fenomena pada pasar perdana, dapat dilihat bahwa pasar yang efisien itu terdapat pada pasar sekunder. Oleh karena itu, keterbukaan pada pasar sekunder sangat dominan dan penting dalam menentukan harga saham. Keterbukaan wajib terus berlangsung selama perusahaan masih dalam status *go public*. Prinsip *disclosure* dilaksanakan melalui penyampaian laporan keuangan secara berkala, laporan mengenai fakta material yang baru dan larangan *insider trading*.

3. Upaya-upaya Dalam Rangka Pencegahan Praktek *Insider Trading*

a. Pengawasan dan Kontrol Oleh Institusi Terkait

Untuk menciptakan pasar modal yang efisien dan *fair*, diperlukan adanya instrumen yang memungkinkan bekerjanya kondisi pasar modal dengan baik seperti adanya aturan main atau peraturan perundang-undangan, pelaku pasar modal, infrastruktur dan pengawas pasar modal. Untuk dapat dipercaya, setiap pasar modal termasuk *financial market* harus memiliki kriteria atau kondisi diantaranya adanya keadilan, penegakan hukum, lengkapnya infrastruktur dan profesionalisme pelaku dan pengawas pasar modal.

Tanpa adanya pengawas sulit dicapai adanya pasar modal yang efisien dan teratur. Fungsi pengawas dalam pasar modal ini sangat penting mengingat yang bersangkutan bertindak tidak hanya sebagai regulator, tetapi juga sebagai pengawas dan dalam beberapa hal sebagai investigator atau penyidik. Khusus untuk sektor keuangan, pengawasan pasar modal yang diperlukan jauh lebih rumit, hal ini karena pelanggaran, penipuan dan kejahatan yang terjadi biasanya dilakukan secara sempurna oleh orang-orang yang terdidik. Di Indonesia, lembaga yang dapat dikategorikan sebagai pengawas adalah Bapepam sebagai pengawas pasar modal, Bank Indonesia dan BPPN sebagai pengawas industri perbankan, Departemen Keuangan sebagai pengawas industri asuransi, dana pensiun dan modal ventura.

Sesuai dengan kepentingan itulah, maka Peraturan Pemerintah (PP) No 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal menjadi bagian yang sangat penting untuk menjadi dasar pijakan dalam

menjalankan aktivitas usaha di dalam pasar modal, terutama berkaitan dengan struktur permodalan, organisasi, tanggungjawab, perilaku dan aspek administrasi lainnya agar tercapai tujuan dalam pasar modal yaitu tercapainya transparansi, kewajaran dan efisiensi.

Di dalam Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal disebutkan beberapa pokok-pokok kejahatan pasar modal yang biasanya menjadi pilar modus yang selanjutnya dikembangkan dan dikombinasikan dengan bentuk-bentuk yang lain. Hal yang diharamkan oleh Undang-undang adalah menyangkut tentang manipulasi pasar (*market manipulation*), penipuan (*fraud*) dan perdagangan orang dalam (*insider trading*) dengan berbagai unsur-unsur yang dapat menjerat siapa saja yang melanggar ketentuan tersebut.

Oleh sebab itu, dibentuknya Biro Pemeriksaan dan Penyidikan menjadi kunci untuk menjawab tantangan masa depan, terutama dengan langkah berani yang dilakukan oleh pemerintah dengan liberalisasi pasar modal. Kehadiran investor asing ditambah dengan kekuatan investor lokal akan menuntut adanya jaminan dan kepastian hukum atas investasi yang mereka lakukan.

b. Penerapan Internal Audit Secara Ketat

Dalam suatu industri yang berbasis ekonomi seperti halnya dalam industri pasar modal, keberadaan internal audit sudah merupakan keharusan. Pada dasarnya tujuan dari diberlakukannya audit internal ini adalah digunakan sebagai penelaahan secara kritis berkenaan dengan penyelidikan terhadap metode-metode bisnis dari suatu organisasi usaha dalam rangka memberikan pernyataan pendapat tentang kewajaran penyajian ikhtisar keuangan, merekomendasikan perbaikan terhadap metode-metode manajemen dan pelaksanaan berbagai aktivitas maupun menemukan kekeliruan serta penyelewengan.

Suatu konsep yang penting yang harus dipertimbangkan dalam mendesain sistem kontrol intern adalah pencegahan terhadap timbulnya berbagai bentuk penyelewengan berikut metode-metode yang lazim digunakan oleh pelakunya adalah patut dikenali oleh pemeriksa intern agar selanjutnya mereka dapat mengontrol atau mendeteksi terjadinya penyelewengan sedini mungkin.

Pada prinsipnya, strategi kontrol terbaik untuk menghindarkan kemungkinan terjadinya penyelewengan di luar jangkauan setiap orang yang mungkin tertarik untuk bertindak curang atau menyeleweng. Namun, hendaknya kontrol yang diterapkan harus didasarkan pada kebenaran-kebenaran dasar yang menunjukkan maksud dan tujuan diadakannya pemeriksaan yaitu prinsip pengungkapan, prinsip konsistensi dan prinsip konservatif.

c. Penerapan *Good Corporate Governance* Dalam Pasar Modal

Prinsip *Good Corporate Governance* secara formal hanya ditujukan bagi perusahaan besar yang statusnya merupakan perusahaan publik, khususnya emiten yang telah menyerap dana masyarakat dan memiliki pemegang saham publik yang statusnya minoritas atau independen. Manifestasi *corporate governance* secara sederhana dapat digambarkan sebagai bentuk dari pelaksanaan tanggungjawab perusahaan sebagai badan hukum, direksi dan komisaris sebagai pengurus dengan para pemegang sahamnya. Caranya, dengan menjalankan ketentuan anggaran dasar dalam rangkaian kewajiban untuk transparan, bertanggungjawab, adil dan akuntabilitas terhadap publik. Ringkasnya, prinsip-prinsip *corporate governance* dilahirkan akibat adanya praktek tidak terpuji yang dilakukan direksi bersama-sama pihak lain yang punya hubungan atau kepentingan di dalam tubuh perusahaan.

Umumnya dikenal lima bidang yang menjadi perhatian diterapkannya prinsip-prinsip *good corporate governance* diantaranya :

- a. Hak-hak pemegang saham dan perlindungannya ;
- b. Perlakuan yang adil terhadap semua kategori pemegang saham ;
- c. Peran karyawan dan *stakeholder* lainnya ;
- d. *Timely disclosure* dan transparansi informasi keuangan dan non keuangan ; dan
- e. Pertanggungjawaban direksi dan dewan komisaris.

Berkaitan dengan penerapan prinsip *disclosure*, Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal telah memuat peraturan berkenaan dengan *good corporate governance*. Hal ini terutama termuat dalam Bagian Kelima yaitu mengenai Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, Benturan Kepentingan,

Penawaran Tender, Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan (pasal 82-84 Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal).

Dalam sistem hukum nasional, perlindungan kepada investor publik mulai diatur secara formal sejak dikeluarkannya Keppres No 53 Tahun 1999 tentang Pasar Modal. Selanjutnya, Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal beserta peraturan pelaksanaannya memberikan perlindungan terhadap pemegang saham publik secara lebih besar. Hal ini dapat kita tarik dari penerapan prinsip *disclosure* yang wajar dan efisien dalam Undang-undang Pasar Modal beserta peraturan pelaksanaannya.

B. Saran

Beberapa saran yang dapat dikemukakan sesuai dengan persoalan yang dibahas dalam tulisan ini, adalah :

1. Melipatgandakan sanksi-sanksi hukum dibandingkan dengan apa yang terdapat dalam Undang-undang Pasar Modal, terutama sanksi pidananya. Yakni dengan ancaman pidana yang bervariasi, dari ancaman 10 tahun penjara (pasal 104 dan pasal 106 ayat 1), kemudian 5 tahun penjara (pasal 103 ayat 1), 3 tahun penjara (pasal 106 ayat 2 dan pasal 107) dan 1 tahun kurungan (pasal 103 ayat 2, pasal 105, pasal 108 dan pasal 109). Tentang perbuatan pidana *insider trading* sendiri umumnya diancam hukuman pidana terberat yaitu maksimum 10 tahun ;
2. Melipatgandakan dan memperluas kewenangan Bapepam sebagai ujung tombak penerapan sanksi-sanksi pidana ini. Bahkan oleh Undang-undang Bapepam diberi kewenangan "menyidik" yang akan merupakan satuan polisi khusus (polsus). Bapepam harus memposisikan dirinya sebagai lembaga yang independen dalam melaksanakan tugas dan kewenangannya. Pengertian yang definitif mengenai independensi memang jarang ditemukan. Namun demikian, makna dan hakekat independensi tersebut lebih kurang dapat diartikan sebagai suatu sikap pengambilan keputusan dan

pelaksanaan kewenanga dari lembaga pengawas pasar modal yang tidak dipengaruhi oleh hal-hal yang bersifat politik maupun komersial ;

3. Sejauh ini, Undang-undang Pasar Modal mengatur bahwa hanya Akuntan Publik sebagai profesi penunjang pasar modal yang mempunyai tanggungjawab untuk segera melaporkan pelanggaran terhadap ketentuan perundang-undangan di bidang pasar modal, atau hal-hal lain yang membahayakan keadaan keuangan pihak-pihak yang bergerak di bidang pasar modal.

Profesi penunjang pasar modal lainnya seperti Konsultan Hukum mempunyai tugas melakukan audit serta pemberian opini dari segi hukum atas perusahaan yang akan melakukan kegiatan di pasar modal, Penilai yang bertugas untuk mengungkapkan kekayaan emiten atau perusahaan publik. Untuk meningkatkan pertanggungjawaban semua profesi penunjang pasar modal, selain akuntan publik, juga diwajibkan mengungkapkan hal-hal yang berkaitan dengan pelanggaran peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal maupun keadaan yang membahayakan pihak-pihak yang bergerak di bidang pasar modal yang menggunakan jasanya ;

4. Dewasa ini, banyak emiten yang mengalami krisis keuangan yang sangat berat yang antara lain disebabkan oleh anggota direksi dan komisaris yang saling terafiliasi dan mempunyai kepentingan sendiri-sendiri sehingga dalam mengambil keputusan cenderung tidak mengindahkan norma-norma yang sudah ditentukan dalam peraturan dalam bidang pasar modal yaitu Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Hal tersebut tentunya juga bertentangan dengan prinsip-prinsip pengelolaan perusahaan yang baik (*good corporate governance*). Oleh karena itu, dalam rangka pelaksanaan prinsip-prinsip *good corporate governance* bagi emiten atau perusahaan publik akan lebih terlindungi ;

5. Celah hukum (*loopholes*) yang terdapat dalam Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal sangat memungkinkan dilakukannya pelanggaran yang semakin berkembang dan tidak ada tindakan yang tegas. Hal ini karena Undang-undang Pasar Modal kita hanya mencantumkan konsep yang hanya berkenaan dengan *fiduciary duty* dan tidak ada pengaturan lebih lanjut dalam bentuk Peraturan Pemerintah khususnya yang berhubungan dengan pasal 90 sampai dengan pasal 95 Undang-undang Pasar Modal. Oleh karena itu, untuk mengantisipasi hal tersebut sudah waktunya untuk mengatur secara khusus mengenai *insider trading* ;
6. Pasar Modal yang bersifat global (*over the counter market*) membuka peluang terjalinnya kerjasama dengan pihak-pihak di luar bursa lokal. Sehingga sudah waktunya Pemerintah Indonesia melakukan kerjasama multilateral dengan negara-negara yang tergabung dalam *IOSCO (International Organization of Securities Commissions)*. Kerjasama tersebut utamanya ditekankan tentang perlunya memberi batasan yang tegas yaitu batasan dalam hal pencegahan praktek *insider trading*. Dengan adanya kerjasama ini masing-masing negara dapat selalu bekerjasama dengan saling memberikan informasi terhadap transaksi efek emiten tersebut, serta dapat mendeteksi secara dini *insider trading international*

DAFTAR PUSTAKA

Buku-buku

- Allen, Linda, *Capital Markets and Institutions : A Global View*, New York, John Wiley & Sons, Inc, 1997
- August, Ray, *International Business Law : Text, Reading and Cases*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1986
- Ary Suta, I Gede Putu, *Menuju Pasar Modal*, Jakarta, Yayasan Sad Satrya Bakti, 2000
- Bonsignore, John, J., *Law and Multinationals : An Introduction to Law and Political Economy*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1994
- Cheeseman, Henry R., *Business Law : The Legal, Ethic and International Environment*, Second Edition, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1995
- Cunningham, Lawrence A., *Capital Market Theory, Mandatory Disclosure and Price Discovery*, Washington and Law Review, Vol 51, 1994
-, *Corporate Law: Securities Fraud-Impact of In Re Time Warner Management : Hyping One Business Strategy May Give Rise to a Duty an Alternative Strategy Under Rule 10b-5*, South Texas Law Review, Vol. 35, 1994
- Choper, Jesse H & Eisenberg, Melvin A., *Corporations*, Gilbert Law Summaries, 1989
- Coffe, John, J. Jr., *Market Failure and The Economic Case for A Mandatory Disclosure System*, Virginia Law Review, Vol 79, 1984
- Darmadji, Tjiptono & Fakhrudin, Hendy M, *Pasar Modal Modern : Pendekatan Tanya Jawab*, Jakarta, Salemba Empat, 2001
- Fauzi, *Pedoman dan Prosedur Pemeriksaan Akuntan*, Surabaya, Penerbit Indah, 1993
- Fuady, Munir, *Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum)*, Buku Kedua, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1999
-, *Doktrin-doktrin Modern Dalam Corporate Law & Eksistensinya Dalam Hukum Indonesia*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 2002

- Faisal, Senapiah, *Penelitian Kualitatif : Dasar-dasar dan Aplikasi*, Malang; Y A 3, 1990
- Fischel, Daniel R, *Efficient Capital Markets, The Crash and Fraud on The Market Theory*, Cornell Law Review, Vol 74, 1989
- Fleury, Joachim, *The Netherlands Securities*, University of Pennsylvania, Journal of International Business Law, Vol 13. No4, 1993
- Galant, Peter, *The Eurobonds Market*, First Published, New York, New York Institute of Finance, 1988
- Gisymar, Najib A, *Insider Trading Dalam Transaksi Efek*, bandung, Citra Aditya Bakti, 1999
- Hagen, *Insider Trading Under Rule 10b-5 : The Theoretical Bases for Liability*, Business Lawyer, 1988
- Husnan, Suad, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Yogyakarta, Edisi Kedua, UPP AMP YKPN, 1996
- Harianto, Farid, et all, *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi*, Jakarta, Bursa Efek Jakarta, 1998
- Ika, Syahrir & Ripat, Singgih, *Strategi Pengendalian Pasar Modal Indonesia dari Pengaruh Investor Asing dalam Peluang dan Tantangan Pasar Modal Indonesia Menghadapi Era Perdagangan Bebas*, Jakarta, Institut bankir Indonesia & Jurnal Keuangan dan Moneter, 1997
- Jennings, Richard W & Marsh, Harold, *Securities Regulation Cases Material*, New York, The Foundation Press, Inc, 1987
- Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Yogyakarta, Edisi I, BPFE, 1998
- Karns, Jack E & Schadler, Frederick P, *The Fourth Circuit Breaks Ranks In United States V Brian : Finally a Repudiation of The Missappropriation Theory*, Washington, Lee law review, Vol 53, 1996
- Krausee, Harmut, *The German Securities Trading Act 1994 ; A Ban on Insider Trading and Issuers Affirmative Duty to Disclose Material Non Public Information*, The International Lawyer, Vol 30 No 3, 1996
- Kehoe, James A, *Exporting Insider Trading Laws : The Enforcement of U.S Trading Laws Internationally*, Emory International Law Review, Vol 9, 1995

Langenvoort, Donald C, *Insider Trading Regulation 1989 Edition*, New York, Clark Boardman Company Ltd, 1989

....., *Securities Law Series : Insider Trading Regulation*, Nashville, Tennessee, Clark Boardman Company Ltd, 1989

....., *Insider Trading Regulation : A Treatise on The Definition, Prevention and Regulation of Insider Trading*, Clark Boardman Company Ltd, 1989

Laetner, David R, *Securities Regulation : Cases and Material*, Fourth Edition, West Publishing Co, St Paul, Minnesota, 1991

Laetner, David L & Hazen, Thomas Lee, *Securities Regulation : Cases and Material*, Fourth Edition, St Paul, Minnesota, American Casebook Series- West Publishing, 1991

Laderman, Jeffrey M, *Guide to Mutual Funds*, Third Edition, 1993

Levmore, Saul, *Efficient Markets and Puzzling Intermediaries*, Virginia Law Review, Vol 76, 1984

Martin, Susan Laorde, *SEC Rule 14 E-3 Is Valid : A rebutal*, American Business Law Journal, Vol 30, 1992

Ma'rom, Chairul, *Pedoman Penyajian Laporan Keuangan : Sesuai Dengan Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) Nomor 1 (Revisi 1998) Dan Peraturan Bapepam Nomor VIII.G.7*, Jakarta, PT Gramedia Widia Sarana, 2001

Meiners, Roger E, *The Legal Environment of Business*, Third Edition, West Publishing, St Paul, 1988

Nasution, Bismar, *Keterbukaan Dalam Pasar Modal*, Jakarta, Universitas Indonesia Press, Fakultas Hukum Program Pasca Sarjana, 2001

Rosenberg, *Principles of Corporate Finance*, Fourth Edition, Mc Graw-Hill, Inc, 1991

Safitri, Indra, *Catatan Hukum Pasar Modal*, Jakarta, Go global Book (Book Publishing Division Safitri & Co), 1998

....., *Transparansi, Independensi Dan pengawasan Kejahatan Pasar Modal*, Jakarta, Go Global Book (Book Publishing Division Safitri & Co), 1998

-, *Catatan Kolom Hazan Zen Buku Pertama*, Jakarta, Go Global Book (Book Publishing Division Safitri & Co), 1998
- Salomon. Lewis D & Palmer, Alan R, *Corporations Example and Explanation*, Boston, Little Brown and Company, 1994
- Stout, Lynn A, *The Unimportance of Being Efficient : An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, Michigan Law Review, Vol 87, 1988
- Sumantoro, *Hukum Ekonomi*, Jakarta, Penerbit Universitas Indonesia (UI Press), 1986
-, *Aspek-aspek Hukum Dan Potensi Pasar Modal Di Indonesia*, Jakarta, Ghalia Indonesia, 1998
- Sitompul, Asril, *Due Diligence Dan Tanggungjawab Lembaga-lembaga Penunjang Pada Proses Penawaran Umum*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1999
-, *Pasar Modal : Penawaran Umum Dan Permasalahannya*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1995
- Tunggal, Iman Sjahputra & Tunggal, Amin Sjahputra, *Memahami Konsep Corporate Governance*, Jakarta, Harvarindo, 2002
- Tjager, I Nyoman & Pramadi, Yudi, *Pasar Modal Dalam Menghadapi Persaingan International Pada Era Globalisasi*, Jakarta, Institut Bankir Indonesia, 1997
- Usman, Marzuki, Ripat, Singgih & Ika, Syahrir, *Pengetahuan Dasar Pasar Modal*, Jakarta, Institut Bankir Indonesia, 1997
-, *Peluang dan Tantangan Pasar Modal Indonesia Menghadapi Era Perdagangan Bebas*, Jakarta, Institut Bankir Indonesia, 1997
- Winarto, Jasso, *Pasar Modal Indonesia-Restropaksi Lima Tahunan Swastanisasi BEJ*, Jakarta, Pustaka Sinar Harapan dan BEJ, 1997
- Widiatmodjo, Sawidji, *Pelaku Dan Peristiwa Bersejarah Pasar Modal Indonesia*, Jakarta, Pustaka Sinar Harapan, 1997

Jurnal, Makalah, Surat Kabar, Hasil Penelitian

Bakri, Aburizal, *Ketika Emiten Tanpa Pengendali*, Kompas, 21 Juli 2002

Balfaz, Hamud M, *Tindak Pidana Pasar Modal dan Pengawasan Perdagangan Di Bursa*, Makalah Hukum dan Pembangunan, 1998

Bapepam, *Cetak Biru Pasar Modal Indonesia 2000-2004*

Djalil, Sofyan A, *Manipulation and Insider Trading*, Makalah disampaikan pada Pendidikan dan latihan Bagi Profesi Penunjang Pasar Modal Untuk Konsultan Hukum Angkatan VII, Jakarta, 1996

Daniri, Mas Achmad, *Independensi dan Pengawasan*, Jakarta, Berita Pasar Modal Bapepam, Edisi 17 Agustus 2001

Hidayat, Bayu, *Kenapa Harga Saham Berfluktuasi*, Jakarta, Berita Pasar Modal, Edisi 34, Januari 2002

Hendrik, Syafril, *Penasehat Investasi, Lembaga atau Profesi Pemunjang*, Jakarta, Berita Pasar Modal Bapepam, Edisi 18, September 2000

Husodo, Bayu, *Pemeringkat Efek "Apakah Masih Diperlukan?"*, Jakarta, Berita Pasar Modal Bapepam, Edisi 31, Oktober 2001

Gisymar, Najib A, *Insider Trading Dalam Transaksi Efek*, Tesis, Program Magister Ilmu Hukum UII Yogyakarta, 1997

Klinik Go Publik Dan Investasi, *Proses Penawaran Umum (Go Public)*, Jakarta Stock Exchange, 1995

Kompas, 31 Agustus 2002

....., 16 September 2002

....., 21 Juli 2002

Koesno, *Kwalitas Keterbukaan Pasar Modal : Kini dan Masa Depan*, Jakarta, Berita Pasar Modal Bapepam, Edisi 23, Februari 2001

Machfoedz, Mas'ud, *Kejahatan Pasar Modal pengaruh dan Penanggulungan Dari Sisi Bisnis Dan Ekonomi*, Makalah Disampaikan Pada Seminar Sehari "Potensi-potensi Kejahatan Di Bursa Efek", Yogyakarta, 28 September 1996

Manurung, Adler Haymans, *Menggugat Transparansi Emiten Indonesia*, Kompas, 21 Juli 2001

Nasution, Bismar, *Pentingnya Keterbukaan Untuk Pengelolaan Perusahaan Yang Baik Dalam UU PM*, Jakarta, Jurnal Hukum Bisnis, Vol.14, Juli 2001

Radjagukguk, Erman, *Mekanisme Pasar Modal dan Persoalan-persoalan Hukum Yang Timbul*, Makalah Seminar Masalah-masalah Hukum di Pasar Modal Indonesia, Senat Mahasiswa Fakultas Hukum UII, Yogyakarta, 1990

....., *Peranan Hukum Dalam Pembangunan Pada Era Globalisasi : Implikasinya bagi Pendidikan Hukum Di Indonesia*, Disampaikan pada Pengukuhan Jabatan Guru Besar Dalam Bidang Ilmu Hukum pada Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Jakarta, 4 Januari 1997

Sumual, David, *Pentingnya Kepercayaan Bisnis dan Konsumen*, Kompas, 6 Januari 2003

Safitri, Indra, *Standar Akuntansi Versus Hukum*, Kompas, 21 Juli 2002

Sugarda, Paripurna P, *Pengelolaan Perusahaan Yang Baik : Apakah hanya Etika Bisnis atau Juga Persyaratan Hukum?*, Jakarta, Jurnal Hukum Bisnis, Vol.14, 14 Juli 2001

Soekanto, Budi, *Pelanggaran dan Kejahatan Pasar Modal*, Jakarta, Berita Pasar Modal Bapepam, Edisi 23, 23 Desember 2001

Tjager, I Nyoman, *Corporate Governance Dalam Pasar Modal*, News Letter, No 37/X, Juni 1999

Tripurwasani, Justitita, *Bapepam dan Peranan Lembaga Penunjang Terhadap Kinerja Bursa Efek*, Jakarta, Berita Pasar Modal Bapepam, Edisi 23, Maret 2003

Kamus

Arifin, Johar & Fakhrudin, Muhammad, *Kamus Istilah Pasar Modal, Akuntansi Keuangan Dan Perbankan*, Jakarta, PT Elex Media Komputindo Kelompok Gramedia, 1999

Black, Campbell, Henry, *Black Law Dictionary*, Fifth Edition, West Publishing Company, St Paul, Minnesota, 1979

Fitch, Thomas, *Dictionary of Banking Terms*, Barrons Educational Series, Inc,
1993

Peraturan Perundang-undangan

Insider Trading Sanction Act 1984

Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988

Keputusan Ketua Bapepam No.Kep-86/PM/1996 tentang Keterbukaan Informasi
Yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik

Keputusan Ketua Bapepam No-Kep-05/PM/2000 Peraturan No IX.E.2 tentang
Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha Utama

Securities Act of 1933

Securities Exchange Act of 1934

PP No 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar
Modal

PP No 46 Tahun 1995 tentang Tata Cara Pemeriksaan di Bidang Pasar Modal

Peraturan Bapepam No X.K.2 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No.Kep-
80/PM/1996 tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Keuangan Berkala

UUD 1945

Undang-undang No 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas

Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal